



BUY(Maintain)

목표주가: 440,000원 (하향)

주가(5/13): 298,500원

시가총액: 44,937억원

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

Stock Data

KOSPI (5/13)		2,079.01pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	381,500원	298,500원
등락률	-21.8%	0.0%
수익률	절대	상대
1M	-8.6%	-1.8%
6M	-14.0%	-14.3%
1Y	-16.3%	-0.2%

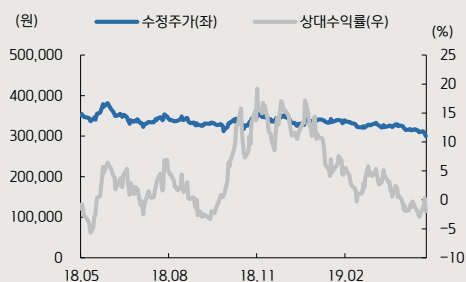
Company Data

발행주식수	15,054천주
일평균 거래량(3M)	36천주
외국인 지분율	21.1%
배당수익률(19E)	1.1%
BPS(19E)	307,277원
주요 주주	CJ 외 8 인 45.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	16,477.2	18,670.1	22,502.9	24,781.2
영업이익	776.6	832.7	940.0	1,136.6
EBITDA	1,342.5	1,473.3	1,729.1	1,996.5
세전이익	584.3	1,294.2	551.0	744.6
순이익	412.8	925.4	380.3	532.4
지배주주지분순이익	370.2	875.2	307.0	429.2
EPS(원)	25,536	54,173	18,741	26,198
증감률(%, YoY)	34.1	112.1	-65.4	39.8
PER(배)	14.3	6.1	17.2	12.3
PBR(배)	1.57	1.13	1.05	0.98
EV/EBITDA(배)	10.5	10.2	10.2	9.0
영업이익률(%)	4.7	4.5	4.2	4.6
ROE(%)	10.9	21.5	6.3	8.2
순차입금비율(%)	103.7	99.8	111.2	106.3

Price Trend



CJ제일제당 (097950)

실적 부진의 끝자락에서



CJ제일제당의 1Q19 연결기준 영업이익은 1,791억원으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 어느 정도 예견된 실적 부진이었으나, 가공식품과 생물자원 사업부의 부진이 예상 보다 큰 편이었다. 하지만, 1분기 실적 우려는 대체로 주가에 先 반영된 상황이기 때문에, 2분기부터 슈완스 M&A 효과와 햇반 마진 스프레드 개선 중심의 가공식품 증익 Cycle에 주목해야 할 것이다.

>>> 1분기 영업이익 1,791억원으로 시장 컨센서스 하회

CJ제일제당의 1분기 연결기준 영업이익은 1,791억원(-15% YoY), 대한통운 제외기준 영업이익 1,436억원(-16% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. **대한통운 제외기준 실적이 기대치 대비 부진했던 이유는 1) 원재료 단가 상승과 진천공장 고정비 부담에 따른 가공식품 이익 감소가 예상보다 컸고, 2) 아프리카 돼지열병(ASF) 및 구제역 확산으로 생물자원 사업부가 적자전환 했기 때문이다.** 1분기 연결기준 영업외손실은 1,026억원, 대한통운 제외기준 영업외손실은 558억원 수준으로 당사 예상치에 대체로 부합하였다. 대한통운 제외기준 영업외손실은 전년동기 대비 138억원 증가했는데, 이는 1) 차입금 및 이자율 증가/달러강세로 인한 순이자비용 116억원 증가, 2) 가공식품 베트남 법인 통합작업 관련 비용 40억원 증가, 3) 슈완스 법인의 국내 회계기준 적용에 따른 잡손실 적용 30억원 증가에 기인한다.

>>> 가공식품 이익 반등 국면 진입 전망

1분기에 가공식품과 생물자원 사업부가 예상 보다 부진하면서, 전사 실적 추정치를 하향 조정하였다. 하지만, 2분기 이후 전사 실적의 방향성이 바뀐 것은 아니다. 레벨의 차이는 있지만, 당사는 동사의 업황 측면에서 가장 저점을 올해 1분기로 보고 있다. **첫째, 2분기부터 국내 가공식품 평가 인상 효과가 본격화** 된다. 당사는 2/21에 햇반/다시다/장류/어묵/맛살/액젓의 가격을 6~9% 정도 인상하였고, 판매량 저항이 없다면 年 매출 증가 효과는 600억원 수준으로 기대된다. 올해는 작년보다 원재료 단가 상승률이 낮기 때문에, 2분기부터 해당 제품들의 마진 스프레드가 개선될 것이다. **둘째, 슈완스 실적이 온기로 반영되기 시작**한다. 동사의 1분기 실적에는 슈완스 1개월 영업이익 116억원 수준이 반영되었다. 2분기부터는 3개월 실적이 반영되면서 증익 폭이 확대될 것이다. **셋째, 연말로 갈수록 진천공장의 가동률이 상승**할 것이다. 1분기 국내 가공식품 매출은 YoY +16% 성장하였고, 신규 라인 증설이 컸던 햇반도 YoY +21% 성장했기 때문에, 진천공장 가동률 상승은 무난할 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 44만원으로 하향

CJ제일제당에 대해 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가를 44만원으로 하향한다. 레벨의 차이는 있지만 2분기부터 전사 실적이 반등할 가능성이 높다. 따라서, **現 주가 레벨을 감안한다면, 업황 방향성의 전환에 관심을 가져야 할 시점**으로 판단된다. 동사에 대해 음식료 대형주 최선호주 관점을 유지한다.

CJ제일제당 1Q19 연결기준 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	1Q19P	1Q18	(YoY)	4Q18	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	5,017.8	4,348.6	15.4%	4,922.1	1.9%	4,870.5	3.0%	5,045.2	-0.5%
영업이익	179.1	210.3	-14.8%	172.7	3.7%	233.2	-23.2%	218.0	-17.9%
(OPM)	3.6%	4.8%	-1.3%p	3.5%	0.1%p	4.8%	-1.2%p	4.3%	-0.8%p
지배주주순이익	40.9	62.5	-34.6%	-53.8	흑전	87.2	-53.1%	70.7	-42.1%

자료: CJ제일제당, Fn Guide, 키움증권 리서치

CJ제일제당 연결기준 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	2Q19E	2019E	2020E	2Q19E	2019E	2020E	2Q19E	2019E	2020E
매출액	5,537.8	22,451.5	24,571.7	5,527.2	22,502.9	24,781.2	-0.2%	0.2%	0.9%
영업이익	239.1	1,020.4	1,182.8	214.7	940.0	1,136.6	-10.2%	-7.9%	-3.9%
(OPM)	4.3%	4.5%	4.8%	3.9%	4.2%	4.6%	-0.4%p	-0.4%p	-0.2%p
지배주주순이익	75.3	346.9	434.9	66.3	307.0	429.2	-12.0%	-11.5%	-1.3%

자료: 키움증권 리서치

CJ제일제당 목표주가 변경 내역

EPS(원)	24,334	'19E EPS * 25% + '20E EPS * 75% (실적 추정치 하향)
Targer PER(배)	18	가공식품 증익 Cycle 의 상단 적용
목표주가(원)	440,000	만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

주요 사업부별 실적 리뷰 상세

부문	주요 내용
식품	- 가공식품: 국내 매출 +16%, 글로벌 매출 +198%(수완스 제외시 +42%) HMR +43%, 김치 +44%, 햇반 +21% 매출 성장 원재료 단가 상승 영향(100 억원)과 진천공장 고정비 부담으로 OP 는 전년동기 대비 하락 수완스 OP 는 1 개월만 반영(116 억원). 연간 가이드스 1,500 억원(1~12 월 누계 기준) - 소재식품: 제분시장 경쟁심화와 원재료 투입단가 상승으로 수익성 악화
바이오	- 판매량: 라이신 감소, 메치오닌/핵산/트립토판 증가, - 판가: 라이신/메치오닌/트립토판 하락, 핵산 상승
생물자원	- OP: 라이신 원가절감 및 고수익제품 비중 확대로 전분기/전년동기 대비 증익
기타	- 아프리카돼지열병/구제역 확산에 따른 해외 축산가격 하락, 폐사 발생 등으로 전분기/전년동기 대비 감익 - 순이자비용: 차입금 및 이자율 증가, 달러강세로 전년동기 대비 116 억원 증가

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

>>> 가공식품: 마진 스프레드 반등 + M&A 효과 기대

햇반 중심으로 마진 스프레드 개선 전망

작년 2분기 이후 동사 가공식품 수익성 악화의 가장 큰 이유는 햇반이다. 햇반은 연 매출액 2,700억원, MS 74%로 압도적인 1등 제품이다. 하지만, 판가 인상 +9% 단행에도 불구하고, 작년 2분기부터 쌀 원재료 단가가 전년동기 대비 +40% 증가하면서, 햇반의 수익성이 크게 악화된 상황이다. 이로 인해, 햇반의 영업이익률도 급격하게 하락한 것으로 추산된다(+mid teen -) +mid single).

이에 따라, 시장에서는 올해도 판가 인상 효과가 없는 것 아니냐는 의심이 있다. 하지만, 올해는 상황이 다르다. 작년과 다르게 쌀 단가 상승률은 +15%에 불과하고, 판가 인상은 똑같이 +9%를 단행한 상황이며, 산지 쌀 값은 완만하게 빠지고 있는 상황이다. 더불어, 장류 등의 판가 인상을 야기한 견고추 단가도 작년과 다르게 안정된 흐름을 보이고 있다.

햇반과 장류는 동사의 MS가 1위인 Cash Cow이다. 위와 같은 원재료 단가 상승에 기인한 Cash Cow의 마진 훼손은 시차를 두고 회복되기 마련이다. 이러한 1등 품목들의 마진은 전사 평균대비 매우 높은 수준이기 때문에, 마진 회복 구간에서 전사 수익성 개선이 강하게 나타난다.

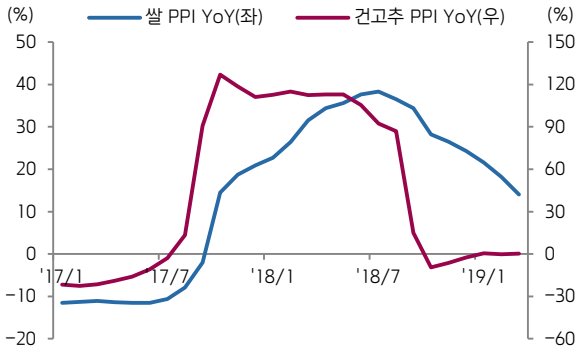
가장 최근의 Case가 동원F&B이다. 동원F&B는 원어투입단가 상승으로 참치캔과 전사 마진이 급격히 훼손되었으나, 판가 인상을 단행하면서 마진 스프레드가 안정화 되고, 원재료 단가가 안정화되면서 급격히 수익성이 개선되었다. 햇반은 영업레버리지 효과가 더 클 가능성이 높다. 참치캔은 +5~7% 정도 매출 성장 흐름이었지만, 햇반은 +20% 이상 매출 성장이 나오고 있기 때문이다. 진천공장 가동률 상승 효과가 더해지는 2020년에는 정상 마진으로 회복할 가능성이 매우 높다(회사 가이던스: 19년 3월 78% -> 19년 12월 89% -> 20년 12월 93%).

슈완스 M&A 효과 본격화 전망

슈완스 M&A 효과도 2분기부터 본격화 된다. 슈완스는 올해 3월에 동사의 종속기업으로 편입되면서, 1개월 간의 영업이익 116억원 반영되었고, 1분기 영업이익은 300억 중반 수준으로 판단된다. 회사는 실적발표 컨퍼런스 콜에서 올해 슈완스 연간 OP 가이던스를 1,500억원으로 제시하였다(1~12월 누계 실적 기준). 현재까지의 실적 흐름과 하반기가 성수기인 점을 감안한다면, 비교적 달성 가시성이 높은 가이던스로 판단된다.

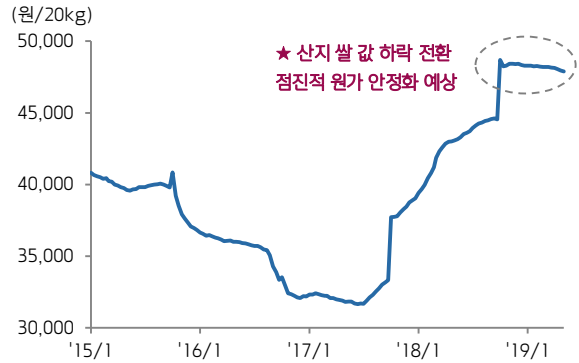
현재 시장에서는 슈완스의 투자 관련 비용 부담을 걱정하고 있다. 하지만, 올해 슈완스 연간 Capex는 1,000억원에 불과하다. 슈완스의 연간 매출이 2.3~2.4조원 수준으로 예상되는 점을 감안한다면, 과도한 투자 계획은 아닌 것으로 판단되며, 2분기 이후 전사 실적 증익에 큰 기여를 할 것으로 기대된다.

쌀/건고추 가격 증가율: 19년은 18년 대비 현저히 둔화



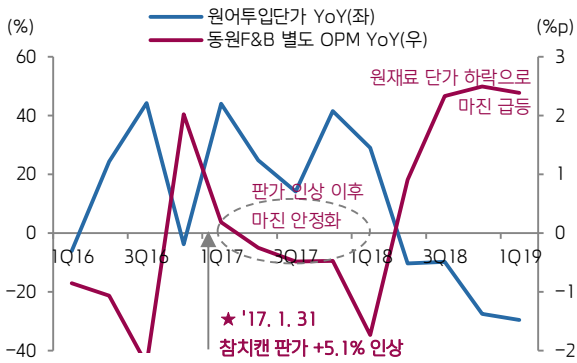
자료: 통계청, 키움증권 리서치

18년 10월부터 산지 쌀 값 하락 전환



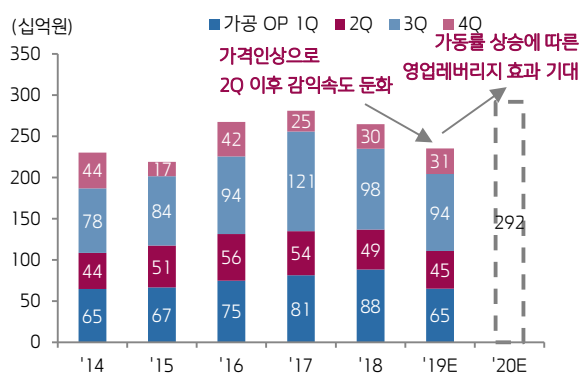
자료: 통계청, 키움증권 리서치

Cash Cow 마진 회복 케이스: 동원F&B



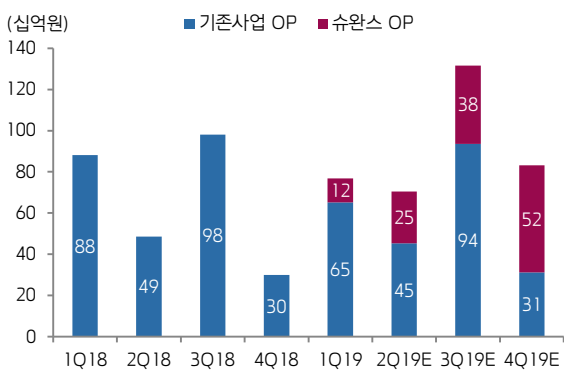
자료: 동원F&B, 키움증권 리서치

CJ제일제당 가공식품 기존사업 OP 추이 및 전망



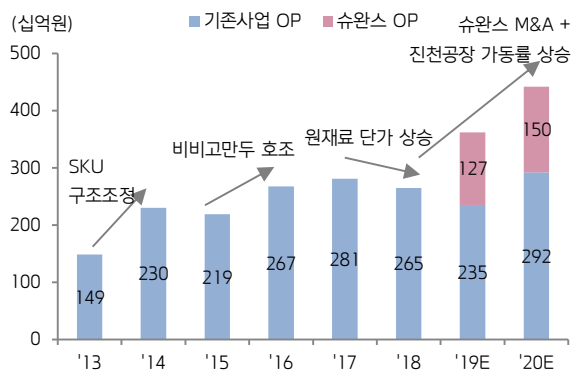
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

2Q19부터 슈완스 M&A 효과로 가공식품 증익 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

2019년부터 가공식품 증익 Cycle 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

>>> 바이오: 실적 안정성 개선 + Product Mix 개선

핵산/ทริป토판/셀렉타 바탕으로 OPM 안정화

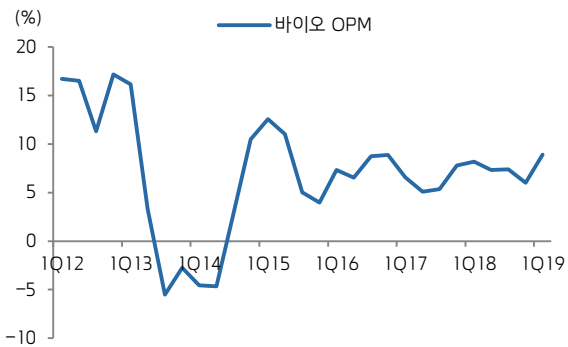
최근 들어 바이오 사업부는 실적이 Level-up 된 이후 마진이 안정적인 흐름을 보이고 있다. 기존에 동사는 MS가 낮고 수익성의 변동성이 큰 라이신과 메치오닌의 매출 비중이 높았었다. 하지만, 17년에 ทริป토판, 18년에 핵산에서 확실한 판가 리더십을 확보하였고, 17년 8월에 글로벌 SPC(농축대두단백) 1위 업체인 셀렉타를 인수하면서, 실적 안정성이 개선된 상황이다. ทริป토판, 핵산, SPC는 라이신처럼 글로벌 MS 1위 품목이지만, MS Level이 모두 50% 이상이기 때문에, 2위권 업체와의 MS 격차가 매우 큰 품목이다.

이번 1분기 바이오 사업부 실적은 동사의 초격차 전략이 잘 드러난 케이스로 판단된다. 1) 중국을 비롯한 글로벌 업체들의 라이신/메치오닌 Capa 증설, 2) ASF 영향에 따른 돼지사육두수 감소에도 불구하고, 동사의 1분기 바이오 사업부 영업이익은 전분기 대비, 전년 동기 대비 모두 개선되었으며, 영업이익률도 높은 한 자릿수 대를 유지하였다. 이와 같은 수익성의 안정화는 경쟁사와의 제조원가 격차를 벌렸기 때문에 가능한 것으로 판단된다.

핵산/ทริป토판 증설로 하반기 Mix 개선 전망

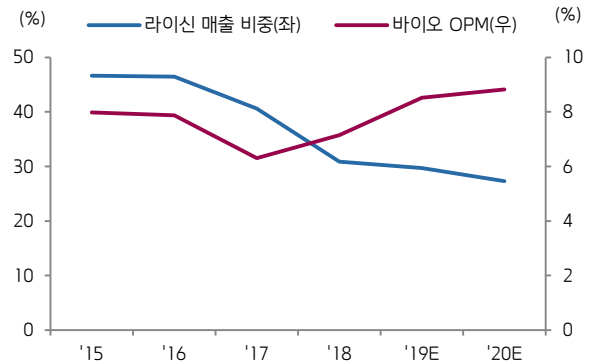
2분기부터 핵산과 ทริป토판 증설 물량이 들어오는 것도 긍정적이다. ทริป토판은 2분기 내에 CAPA를 약 35% 늘릴 계획이고, 핵산은 4분기 내에 CAPA를 약 30% 늘릴 계획이다. 핵산과 ทริป토판은 모두 동사의 바이오 사업부 마진을 상회하는 품목이기 때문에, 하반기부터 Product Mix 개선 효과가 본격화 될 것으로 기대된다.

바이오 사업부 OPM 추이



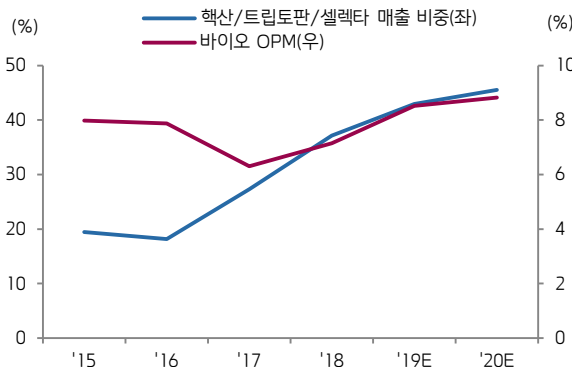
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

라이신 매출 비중 vs 바이오 사업부 OPM



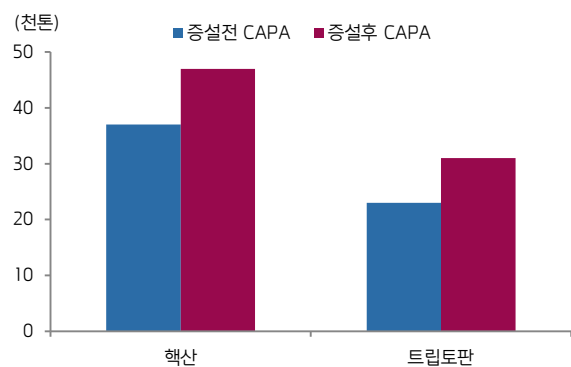
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

핵산/ทริป토판/셀렉타 매출 비중 vs 바이오 사업부 OPM



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 핵산/ทริป토판 CAPA 증설 계획



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

>>> 생물자원: ASF/구제역 영향으로 인한 일시적 부진에서 벗어날 전망

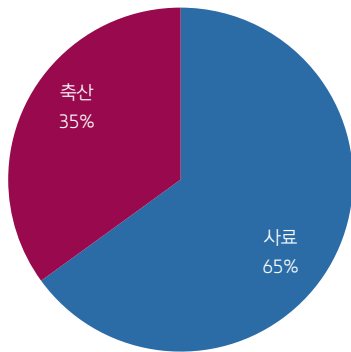
ASF 영향으로 1분기 적자 전환

동사의 생물자원 사업부는 사료와 축산의 매출 비중이 각각 65%, 35% 수준이다. 특히, 축산 사업은 돈육가격과 육계가격 변화에 따라 실적의 변동성이 높은 편이다. 이번 1분기는 중국 아프리카돼지열병, 베트남 구제역 확산 영향으로 전분기 대비 돈육가격이 하락하였고, 인도네시아는 경쟁사의 육계 대규모 출하로 판가가 일시적으로 급락하면서, 영업이익이 전분기 대비 적자전환 하였다. 특히, 베트남에서는 20~30억원 수준의 구제역 관련 폐사손실이 발생한 점이 부정적이었다.

시황 회복으로 2분기 반등 기대

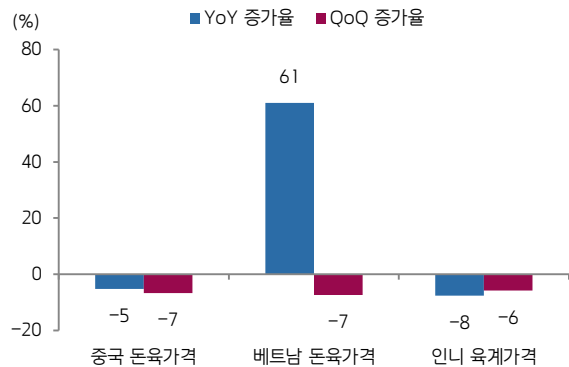
증장기적인 돈육/육계 시세 예측에는 불확실성이 존재하나, 2분기 시황은 1분기 대비 긍정적인 상황이다. 중국/베트남/인도네시아의 돈육 및 육계 가격이 반등 흐름을 보이고 있다. 또한, 동사는 생물자원 사업부에서 지나친 투자 확대 보다는 수익성 제고에 집중하고 있기 때문에, 향후 영업적자가 크게 확대될 개연성은 낮은 편이다.

생물자원 사업부 매출 Mix(1Q19 기준)



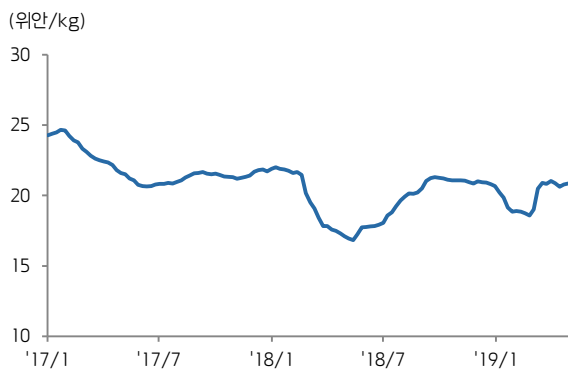
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

1Q19 돈육 및 육계가격 증감률 현황



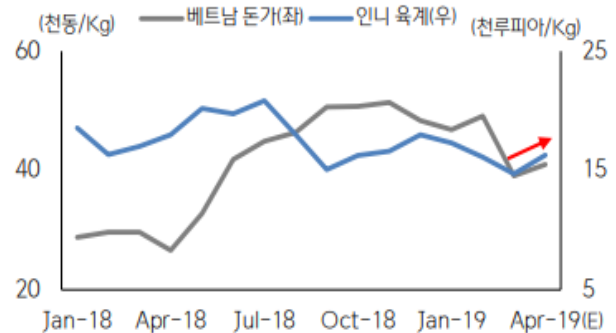
자료: CJ제일제당, Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 돈육가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

베트남 돈육가격/인도네시아 육계가격 추이



자료: CJ제일제당

1분기 실적 우려는
주가에 先 반영

현재 동사의 주가는 PBR 1배 수준에서 거래되고 있다. PBR 1배는 라이신 시황 악화로 동사의 실적 가시성이 급격히 훼손 되었을 때 받았던 밸류에이션 레벨이다. 사실상 시장에서 1분기 실적에 대한 기대감이 없었음을 의미한다. 따라서, 당사는 現 주가가 1분기 실적 우려를 이미 先 반영하고 있던 것으로 추산하고 있다.

2분기 이후
업황 개선에 주목

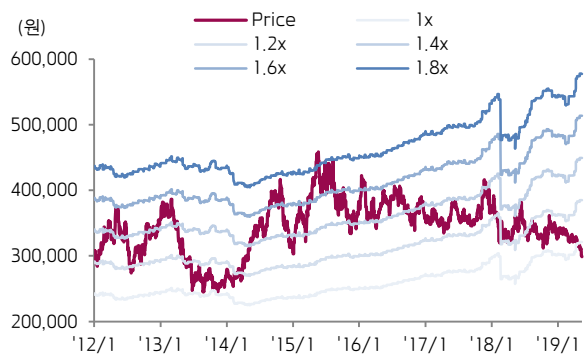
하지만, 2분기부터는 가공식품 사업을 중심으로 실적 반등이 예상된다. 슈완스 M&A 효과와 헛반 중심의 마진 스프레드 반등 기대감을 감안한다면, 실적 전망치의 추가적인 하향 가능성은 제한적인 상황이다. 따라서, 2분기 이후 업황 개선 가능성을 감안하여, 저가 매수에 나설 시점으로 판단된다.

CJ제일제당 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

CJ제일제당 FW12M PBR 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	4,348.6	4,453.7	4,945.6	4,922.1	5,017.8	5,527.2	5,963.9	5,994.1	18,670.1	22,502.9	24,781.2
(YoY)	12.5%	13.9%	12.1%	14.7%	15.4%	24.1%	20.6%	21.8%	13.3%	20.5%	10.1%
식품	1,316.2	1,229.2	1,456.3	1,270.0	1,720.5	1,917.4	2,223.4	2,078.8	5,271.7	7,940.2	8,982.0
(YoY)	-0.3%	4.5%	1.2%	10.0%	30.7%	56.0%	52.7%	63.7%	3.6%	50.6%	13.1%
소재	462.7	459.7	484.2	427.0	450.4	446.2	480.3	423.9	1,833.6	1,800.8	1,774.0
(YoY)	-14.3%	-1.2%	-9.7%	1.7%	-2.7%	-2.9%	-0.8%	-0.7%	-6.5%	-1.8%	-1.5%
가공	853.5	769.5	972.1	843.0	1,270.1	1,471.2	1,743.1	1,654.9	3,438.1	6,139.3	7,208.1
(YoY)	9.3%	8.3%	7.6%	14.7%	48.8%	91.2%	79.3%	96.3%	9.9%	78.6%	17.4%
기존사업	853.5	769.5	972.1	843.0	1,029.8	930.7	1,155.6	1,020.4	3,438.1	4,136.5	4,858.1
(YoY)					20.7%	21.0%	18.9%	21.0%		20.3%	17.4%
국내	698.9	627.5	793.1	643.0	809.7	731.9	905.0	740.4	2,762.5	3,187.0	3,528.8
(YoY)	5.5%	5.0%	3.9%	7.7%	15.9%	16.6%	14.1%	15.1%	5.4%	15.4%	10.7%
해외	154.6	142.0	179.0	200.0	220.1	198.8	250.6	280.0	675.6	949.5	1,329.3
(YoY)	30.7%	25.7%	27.9%	45.2%	42.4%	40.0%	40.0%	40.0%	32.7%	40.5%	40.0%
슈만스					240.3	540.5	587.5	634.5		2,002.8	2,350.0
(YoY)											17.3%
바이오	592.0	614.1	735.7	773.9	589.4	652.2	693.7	745.0	2,715.7	2,680.3	2,902.0
(YoY)	30.3%	30.0%	28.8%	15.6%	-0.4%	6.2%	-5.7%	-3.7%	25.3%	-1.3%	8.3%
헬스케어	114.6								114.6		
(YoY)	-6.8%								-77.7%		
생물자원	489.4	524.2	553.0	606.6	500.8	538.6	568.6	626.2	2,173.2	2,234.2	2,292.6
(YoY)	-2.5%	-4.1%	4.7%	13.2%	2.3%	2.8%	2.8%	3.2%	2.9%	2.8%	2.6%
물류	2,001.5	2,284.6	2,418.4	2,515.2	2,432.7	2,617.3	2,696.2	2,787.6	9,219.7	10,533.8	11,490.1
(YoY)	25.5%	33.8%	29.1%	30.0%	21.5%	14.6%	11.5%	10.8%	29.7%	14.3%	9.1%
대통제의 기준	2,512.2	2,367.5	2,745.1	2,650.5	2,810.7	3,108.3	3,485.6	3,450.0	10,275.2	12,854.6	14,176.6
(YoY)	4.7%	1.7%	2.6%	6.7%	11.9%	31.3%	27.0%	30.2%	3.9%	25.1%	10.3%
영업이익	210.3	184.6	265.2	172.7	179.1	214.7	319.3	227.0	832.7	940.0	1,136.6
(YoY)	9.2%	12.3%	-1.5%	14.8%	-14.8%	16.3%	20.4%	31.5%	7.2%	12.9%	20.9%
(OPM)	4.8%	4.1%	5.4%	3.5%	3.6%	3.9%	5.4%	3.8%	4.5%	4.2%	4.6%
식품	116.8	68.6	139.2	32.9	100.9	89.0	171.3	84.8	357.5	446.0	524.5
(OPM)	8.9%	5.6%	9.6%	2.6%	5.9%	4.6%	7.7%	4.1%	6.8%	5.6%	5.8%
소재	28.7	20.0	41.2	3.0	24.1	18.6	39.7	1.6	92.8	84.1	82.6
(OPM)	6.2%	4.4%	8.5%	0.7%	5.4%	4.2%	8.3%	0.4%	5.1%	4.7%	4.7%
가공	88.1	48.6	98.0	29.9	76.8	70.4	131.5	83.2	264.7	361.9	441.9
(OPM)	10.3%	6.3%	10.1%	3.5%	6.0%	4.8%	7.5%	5.0%	7.7%	5.9%	6.1%
기존사업	88.1	48.6	98.0	29.9	65.2	45.4	93.5	31.2	264.7	235.3	291.9
(OPM)	10.3%	6.3%	10.1%	3.5%	6.3%	4.9%	8.1%	3.1%	7.7%	5.7%	6.0%
슈만스					11.6	25.0	38.0	52.0		126.6	150.0
(OPM)					4.8%	4.6%	6.5%	8.2%		6.3%	6.4%
바이오	48.4	44.9	54.4	46.4	52.4	56.5	59.5	60.0	194.1	228.4	256.0
(OPM)	8.2%	7.3%	7.4%	6.0%	8.9%	8.7%	8.6%	8.1%	7.1%	8.5%	8.8%
헬스케어	12.0								12.0		
(OPM)	10.5%								10.5%		
생물자원	-6.5	17.7	17.5	24.9	-9.7	5.0	10.0	15.0	53.6	20.3	45.0
(OPM)	-1.3%	3.4%	3.2%	4.1%	-1.9%	0.9%	1.8%	2.4%	2.5%	0.9%	2.0%
물류	45.3	57.1	52.9	87.4	45.3	67.8	77.3	86.1	242.7	276.6	342.4
(OPM)	2.3%	2.5%	2.2%	3.5%	1.9%	2.6%	2.9%	3.1%	2.6%	2.6%	3.0%
대통제의 기준	170.7	131.2	211.1	104.2	143.6	150.5	240.8	159.8	617.2	694.7	825.5
(YoY)	18.4%	26.0%	0.4%	6.5%	-15.9%	14.7%	14.1%	53.4%	10.9%	12.6%	18.8%
(OPM)	6.8%	5.5%	7.7%	3.9%	5.1%	4.8%	6.9%	4.6%	6.0%	5.4%	5.8%
세전이익	112.2	1,048.1	162.4	-28.5	76.5	119.3	223.9	131.3	1,294.2	551.0	744.6
당기순이익	72.1	783.4	120.8	-50.9	40.9	85.3	160.1	94.0	925.4	380.3	532.4
지배주주순이익	62.5	758.5	108.0	-53.8	40.9	66.3	135.8	64.1	875.2	307.0	429.2
(YoY)	-23.8%	3486.3%	-57.9%	적전	-34.6%	-91.3%	25.7%	흑전	136.4%	-64.9%	39.8%

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	16,477.2	18,670.1	22,502.9	24,781.2	26,807.0
매출원가	12,922.5	15,126.5	18,041.8	19,719.5	21,308.4
매출총이익	3,554.7	3,543.6	4,461.1	5,061.7	5,498.6
판관비	2,778.1	2,710.9	3,521.1	3,925.1	4,262.4
영업이익	776.6	832.7	940.0	1,136.6	1,236.2
EBITDA	1,342.5	1,473.3	1,729.1	1,996.5	2,170.9
영업외손익	-192.2	461.5	-389.0	-392.0	-390.5
이자수익	19.2	20.0	18.3	18.6	18.5
이자비용	204.2	246.1	295.0	298.1	296.7
외환관련이익	215.9	142.5	100.0	100.0	100.0
외환관련손실	148.8	199.2	100.0	100.0	100.0
종속 및 관계기업손익	-4.6	-5.5	20.0	20.0	20.0
기타	-69.7	749.8	-132.3	-132.5	-132.3
법인세차감전이익	584.3	1,294.2	551.0	744.6	845.7
법인세비용	171.5	368.8	170.7	212.2	241.0
계속사업순손익	412.8	925.4	380.3	532.4	604.7
당기순이익	412.8	925.4	380.3	532.4	604.7
지배주주순이익	370.2	875.2	307.0	429.2	479.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	13.1	13.3	20.5	10.1	8.2
영업이익 증감율	-7.9	7.2	12.9	20.9	8.8
EBITDA 증감율	-2.4	9.7	17.4	15.5	8.7
지배주주순이익 증감율	34.2	136.4	-64.9	39.8	11.6
EPS 증감율	34.1	112.1	-65.4	39.8	11.7
매출총이익률(%)	21.6	19.0	19.8	20.4	20.5
영업이익률(%)	4.7	4.5	4.2	4.6	4.6
EBITDA Margin(%)	8.1	7.9	7.7	8.1	8.1
지배주주순이익률(%)	2.2	4.7	1.4	1.7	1.8

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,180.8	471.4	1,022.2	1,237.3	1,384.7
당기순이익	412.8	925.4	380.3	532.4	604.7
비현금항목의 가감	903.7	482.7	1,216.4	1,331.7	1,433.8
유형자산감가상각비	467.4	523.2	666.6	738.9	814.7
무형자산감가상각비	98.6	117.4	122.4	120.9	120.0
지분법법가손익	-18.6	-1,015.9	-20.0	-20.0	-20.0
기타	356.3	858.0	447.4	491.9	519.1
영업활동자산부채증감	-23.8	-754.0	-127.1	-135.0	-134.6
매출채권및기타채권의감소	-272.5	-20.0	-218.6	-216.2	-216.2
재고자산의감소	8.3	-373.9	-109.7	-125.6	-115.8
매입채무및기타채무의증가	401.1	-166.1	201.2	206.8	197.4
기타	-160.7	-194.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-111.9	-182.7	-447.4	-491.8	-519.2
투자활동 현금흐름	-1,463.9	-1,034.6	-3,711.5	-1,252.0	-1,252.0
유형자산의 취득	-1,450.4	-1,675.4	-1,200.0	-1,200.0	-1,200.0
유형자산의 처분	26.7	27.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-79.5	-96.6	-1,380.0	-80.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	387.2	-120.9	-1,159.5	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	164.5	51.0	0.0	0.0	0.0
기타	-512.4	780.1	28.0	28.0	28.0
재무활동 현금흐름	265.4	521.0	1,677.4	-177.3	-333.8
차입금의 증가(감소)	509.8	665.4	1,961.2	106.6	-50.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	624.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-35.4	-42.5	-56.1	-56.1	-56.1
기타	-209.0	-725.9	-227.7	-227.8	-227.7
기타현금흐름	-35.8	-1.0	949.8	199.6	199.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-53.5	-43.3	-62.1	7.6	-1.4
기초현금 및 현금성자산	644.4	590.9	547.6	485.5	493.1
기말현금 및 현금성자산	590.9	547.6	485.5	493.1	491.6

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	4,963.5	5,522.4	5,788.6	6,138.0	6,468.6
현금 및 현금성자산	590.9	547.6	485.4	493.1	491.6
단기금융자산	244.6	193.5	193.5	193.5	193.5
매출채권 및 기타채권	2,445.2	2,742.3	2,960.9	3,177.1	3,393.3
재고자산	1,303.5	1,497.6	1,607.3	1,732.9	1,848.8
기타유동자산	623.9	734.9	735.0	734.9	734.9
비유동자산	11,904.7	13,974.6	18,180.0	18,620.2	18,985.5
투자자산	429.4	550.3	1,729.8	1,749.8	1,769.8
유형자산	8,179.4	9,741.7	11,510.1	11,971.2	12,356.5
무형자산	2,758.1	3,069.9	4,327.5	4,286.5	4,246.6
기타비유동자산	537.8	612.7	612.6	612.7	612.6
자산총계	16,868.1	19,497.0	23,968.6	24,758.2	25,454.2
유동부채	5,496.9	6,680.4	7,576.7	7,890.0	8,037.4
매입채무 및 기타채무	2,298.9	2,288.0	2,489.2	2,696.0	2,893.4
단기금융부채	2,887.0	3,842.1	4,537.2	4,643.7	4,593.7
기타유동부채	311.0	550.3	550.3	550.3	550.3
비유동부채	5,227.4	5,508.4	8,009.6	8,009.6	8,009.6
장기금융부채	4,317.5	4,196.0	5,462.2	5,462.2	5,462.2
기타비유동부채	909.9	1,312.4	2,547.4	2,547.4	2,547.4
부채총계	10,724.3	12,188.8	15,586.3	15,899.6	16,047.0
자본지분	3,374.9	4,782.8	5,033.7	5,406.7	5,829.7
자본금	72.5	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	833.0	1,411.6	1,411.6	1,411.6	1,411.6
기타자본	-224.0	-180.9	-180.9	-180.9	-180.9
기타포괄손익누계액	-210.1	-224.1	-224.1	-224.1	-224.1
이익잉여금	2,903.4	3,694.3	3,945.2	4,318.2	4,741.2
비지배지분	2,768.9	2,525.4	3,348.7	3,451.9	3,577.4
자본총계	6,143.9	7,308.2	8,382.4	8,858.6	9,407.1

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	25,536	54,173	18,741	26,198	29,251
BPS	232,686	291,963	307,277	330,047	355,871
CFPS	90,821	87,161	97,467	113,791	124,436
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
주기배수(배)					
PER	14.3	6.1	17.2	12.3	11.0
PER(최고)	16.3	7.3	18.5		
PER(최저)	13.1	5.7	17.0		
PBR	1.57	1.13	1.05	0.98	0.91
PBR(최고)	1.79	1.35	1.13		
PBR(최저)	1.44	1.05	1.04		
PSR	0.32	0.29	0.24	0.21	0.20
PCFR	4.0	3.8	3.3	2.8	2.6
EV/EBITDA	10.5	10.2	10.2	9.0	8.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.3	5.6	13.5	9.7	8.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1
ROA	2.5	5.1	1.7	2.2	2.4
ROE	10.9	21.5	6.3	8.2	8.5
ROIC	4.2	4.3	3.9	4.4	4.6
매출채권회전율	7.1	7.2	7.9	8.1	8.2
재고자산회전율	12.8	13.3	14.5	14.8	15.0
부채비율	174.6	166.8	185.9	179.5	170.6
순차입금비율	103.7	99.8	111.2	106.3	99.6
이자보상배율	3.8	3.4	3.2	3.8	4.2
총차입금	7,204.5	8,038.1	9,999.4	10,105.9	10,055.9
순차입금	6,369.1	7,297.0	9,320.5	9,419.3	9,370.8
NOPLAT	1,342.5	1,473.3	1,729.1	1,996.5	2,170.9
FCF	-453.0	-1,264.2	-1,269.2	257.6	404.0

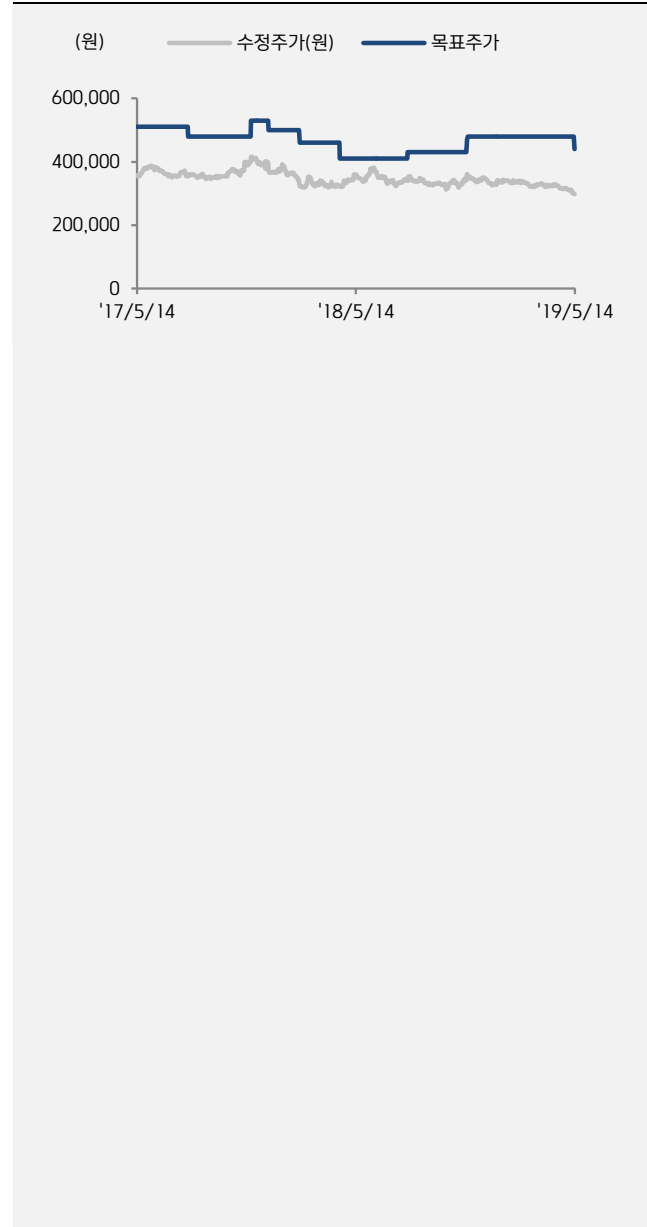
Compliance Notice

- 당사는 5월 13일 현재 'CJ제일제당' 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)	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	-26.53	-25.70
	2018/01/04	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-25.48	-21.60
	2018/01/16	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-26.77	-21.60
	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	-30.04	-26.56	
2019/03/26	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-30.35	-26.56	
2019/04/16	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-31.06	-26.56	
2019/05/14	BUY(Maintain)	440,000원	6개월			

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 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 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%