

CJ제일제당 (097950)

1Q19 Re: 시장 기대치 하회

1Q19 Re: 본업 이익 훼손 아쉬워...

1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 5조 178억원(YoY +15.4%), 1,791억원(YoY -14.8%) 기록해 시장 기대치를 하회했다. 물류 제외 매출액 및 영업이익은 각각 2조 8,107억원(YoY +11.9%), 1,436억원(YoY -9.5%)을 시현했다. 전년 헬스케어 OP 120억원이 반영된 만큼 올해는 '쉬안즈' 3월 한 달 OP 116억원이 반영되었다. 인수합병 효과 제거시, 기존 사업부의 영업이익은 YoY -16.8% 감소한 것으로 판단된다. 기존 사업부 감익은, ① 가공 고정비 증가 및 원재료 부담 지속, ② 소재 제분 경쟁 심화, ③ 사료 적자전환에 기인한다. 긍정적인 점은, '쉬안즈' 효과를 제외한 가공식품 부문 매출 고성장(YoY 20.6%, 국내만 YoY +16.0%, 해외만 +41.7%)과 바이오 높아진 이익 가시성이다.

2분기까지 보수적 관점 필요, 하반기 좋을 듯

2분기 물류 제외 매출액 및 영업이익을 각각 3조 1,750억원(YoY +34.1%), 1,441억원(YoY +9.8%)으로 추정한다. '쉬안즈' 인수 효과 제외시 영업이익은 YoY -11.5% 감소할 것으로 예상된다. 2분기까지는 소재 및 가공 부문의 마진 압박 흐름이 지속될 것으로 판단하기 때문이다. 바이오 부문 영업이익도 1분기와 유사할 것으로 추산된다. 하반기부터는 YoY 증익이 가능할 것이다. 원팩 투입가가 안정화되기 시작하고 가공 식품 판가 인상 효과가 반영되기 시작한다. 바이오 부문에서는 메치오닌 판가가 반등할 것으로 기대한다.

목표주가 37만원으로 하향 조정

1분기 가공식품 매출 고성장에도 불구하고 이익 레버리지 효과가 제한적이었다는 점이 다소 아쉽다. 2분기까지도 본업 실적 개선은 제한적일 전망이다. 2분기 실적 발표 전까지 주가는 횡보할 것으로 예상된다. 목표주가는 실적 및 밸류에이션 조정으로 기존 44만원에서 37만원으로 하향한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 370,000원(하향) | CP(5월 13일): 298,500원

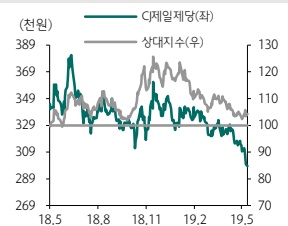
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,079.01
52주 최고/최저(원)	381,500/298,500
시가총액(십억원)	4,493.7
시가총액비중(%)	0.37
발행주식수(천주)	15,054.2
60일 평균 거래량(천주)	35.9
60일 평균 거래대금(십억원)	11.6
19년 배당금(예상, 원)	3,500
19년 배당수익률(예상, %)	1.17
외국인지분율(%)	21.11
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 8인	45.51
국민연금	12.57
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(8.6) (14.0) (16.3)
상대	(1.8) (14.3) (0.2)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	20,828.2	22,750.0
영업이익(십억원)	961.9	1,076.3
순이익(십억원)	427.0	503.6
EPS(원)	22,714	26,720
BPS(원)	311,750	335,915

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	16,477.2	18,670.1	22,629.1	24,495.3	26,209.9
영업이익	십억원	776.6	832.7	965.9	1,064.2	1,191.2
세전이익	십억원	584.3	1,294.2	603.3	664.5	797.7
순이익	십억원	370.2	875.2	352.9	384.1	459.8
EPS	원	25,536	54,173	21,540	23,447	28,068
증감률	%	34.1	112.1	(60.2)	8.9	19.7
PER	배	14.33	6.10	13.86	12.73	10.64
PBR	배	1.53	1.11	0.94	0.89	0.83
EV/EBITDA	배	10.55	10.16	9.05	8.45	7.75
ROE	%	10.91	21.46	7.16	7.33	8.20
BPS	원	239,601	298,085	316,198	336,217	360,857
DPS	원	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500



Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 서상덕
02-3771-3126
deok@hanafn.com

표 1. 1Q19 Re

(단위: 십억원)

	1Q19P	1Q18	YoY	Consen	%Diff
매출액	5,017.8	4,348.6	15.4	4,870.5	3.0
영업이익	179.1	210.3	(14.8)	233.2	(23.2)
세전이익	76.5	112.2	(31.8)	150.7	(49.3)
(지배)순이익	40.9	62.5	(34.6)	87.2	(53.0)
OPM %	3.6	4.8		4.8	
NPM %	0.8	1.4		1.8	

자료: 하나금융투자

표 2. C제일제당 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18	19F
매출액	4,348.6	4,453.7	4,945.6	4,922.2	5,017.8	5,556.9	6,100.0	5,954.5	16,477.2	18,670.1	22,629.1
① 소재	462.7	459.7	484.2	427.0	450.4	459.7	489.0	433.4	1,961.4	1,833.6	1,832.5
② 가공	853.5	769.5	972.1	843.0	1,270.1	1,474.2	1,778.3	1,648.0	3,129.4	3,438.1	6,170.6
③ 바이오	592.0	614.1	735.7	773.9	589.4	706.5	818.2	821.3	2,167.9	2,715.7	2,935.3
④ 생물자원	489.4	524.2	553.0	606.6	500.8	534.7	575.1	630.9	2,112.8	2,173.2	2,241.5
⑤ 물류	2,001.5	2,284.6	2,418.4	2,515.2	2,432.7	2,610.0	2,690.0	2,701.0	6,617.0	9,219.7	10,433.7
YoY	12.5%	13.9%	12.1%	14.7%	15.4%	24.8%	23.3%	21.0%	13.1%	13.3%	21.2%
① 소재	-14.3%	-1.3%	-9.7%	1.7%	-2.7%	0.0%	1.0%	1.5%	4.9%	-6.5%	-0.1%
② 가공	9.3%	8.3%	7.6%	14.7%	16.0%	10.0%	13.0%	7.0%	14.1%	9.9%	79.5%
③ 바이오	30.3%	30.0%	28.8%	15.6%	-0.4%	15.0%	11.2%	6.1%	20.3%	25.3%	8.1%
④ 생물자원	-2.5%	-4.1%	4.7%	13.2%	2.3%	2.0%	4.0%	4.0%	5.0%	2.9%	3.1%
⑤ 물류	25.5%	33.8%	29.1%	30.0%	21.5%	14.2%	11.2%	7.4%	8.8%	39.3%	13.2%
영업이익	210.3	184.6	265.2	172.6	179.1	215.1	334.3	237.5	776.6	832.7	965.9
① 소재	30.2	20.0	22.5	7.3	23.6	18.4	23.0	7.4	81.4	80.0	72.3
② 가공	86.6	48.6	116.7	25.6	77.3	63.0	152.8	67.7	281.3	277.5	360.8
③ 바이오	48.4	44.9	54.4	46.4	52.4	57.4	71.8	69.8	136.6	194.1	242.9
④ 생물자원	(6.5)	17.7	17.5	24.9	(9.7)	5.3	8.6	12.6	(24.4)	53.6	16.9
⑤ 물류	45.3	57.1	52.9	87.4	45.3	71.0	78.0	80.0	235.6	242.7	274.3
YoY	9.2%	12.3%	-1.5%	14.8%	-14.8%	16.5%	26.0%	37.6%	-7.9%	7.2%	16.0%
① 소재	71.2%	71.9%	-49.4%	-2.7%	-21.8%	-8.1%	1.9%	0.5%	-6.2%	-1.6%	-9.6%
② 가공	5.7%	-14.5%	-4.3%	24.3%	-10.8%	29.6%	31.0%	164.7%	6.1%	-1.4%	30.0%
③ 바이오	61.9%	87.1%	78.4%	-11.1%	8.3%	27.8%	32.0%	50.5%	-3.8%	42.1%	25.1%
④ 생물자원	N/A	T/B	T/B	T/B	N/A	-69.8%	-50.7%	-49.3%	-138.9%	-319.7%	-68.5%
⑤ 물류	-11.4%	-7.7%	-15.5%	45.7%	0.0%	24.3%	47.4%	-8.5%	3.1%	3.0%	13.0%
OPM	4.8%	4.1%	5.4%	3.5%	3.6%	3.9%	5.5%	4.0%	4.7%	4.5%	4.3%
① 소재	6.5%	4.4%	4.7%	1.7%	5.2%	4.0%	4.7%	1.7%	4.1%	4.4%	3.9%
② 가공	10.2%	6.3%	12.0%	3.0%	6.1%	4.3%	8.6%	4.1%	9.0%	8.1%	5.8%
③ 바이오	8.2%	7.3%	7.4%	6.0%	8.9%	8.1%	8.8%	8.5%	6.3%	7.1%	8.3%
④ 생물자원	-1.3%	3.4%	3.2%	4.1%	-1.9%	1.0%	1.5%	2.0%	-1.2%	2.5%	0.8%
⑤ 물류	2.3%	2.5%	2.2%	3.5%	1.9%	2.7%	2.9%	3.0%	3.6%	2.6%	2.6%
세전이익	112.2	1,048.1	162.4	-28.5	76.5	135.1	254.3	137.5	584.3	1,294.2	603.3
YoY	-10.4%	1393.2%	-55.4%	-216.4%	-31.8%	-87.1%	56.6%	-582.2%	10.6%	121.5%	-53.4%
(지배)순이익	62.5	758.5	108.0	-53.8	40.9	81.5	155.6	74.8	370.2	875.2	352.9
YoY	-23.8%	3486.2%	-57.9%	-606.3%	-34.6%	-89.3%	44.0%	-239.0%	34.2%	136.4%	-59.7%
NPM	1.4%	17.0%	2.2%	-1.1%	0.8%	1.5%	2.6%	1.3%	2.2%	4.7%	1.6%

기타: '쉬안즈' 실적 반영

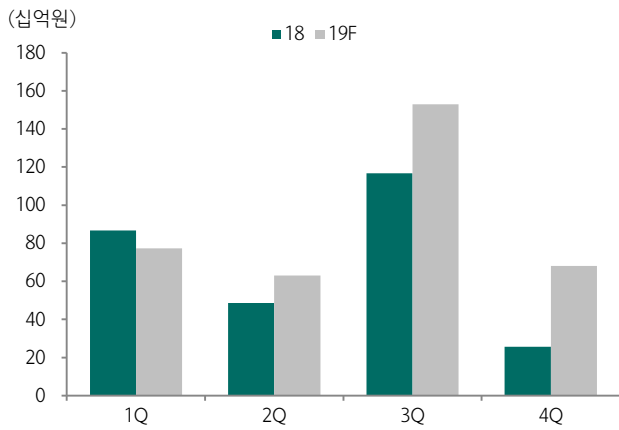
자료: 하나금융투자

표 3. C제일제당 목표주가 37만원 도출

	기업가치	비고
12개월 Fwd EPS(원)	23,000	
Target PER(배)	16	역사적 밴드 중단 값
Target Price (원)	370,000	

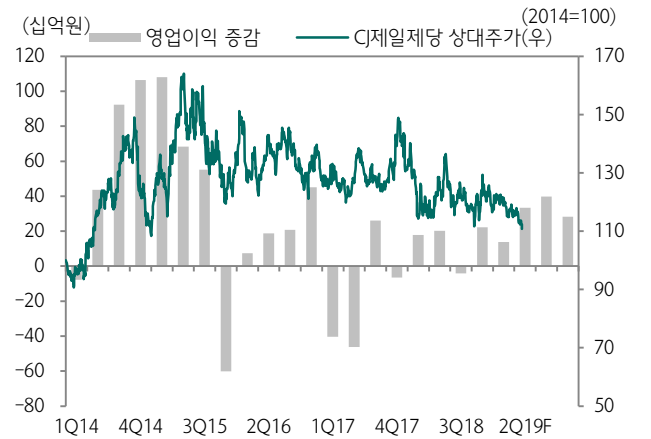
자료: 하나금융투자

그림 1. 가공식품 하반기 갈수록 '쉬안즈' 인수 및 판가 인상 반영 전망



자료: 하나금융투자

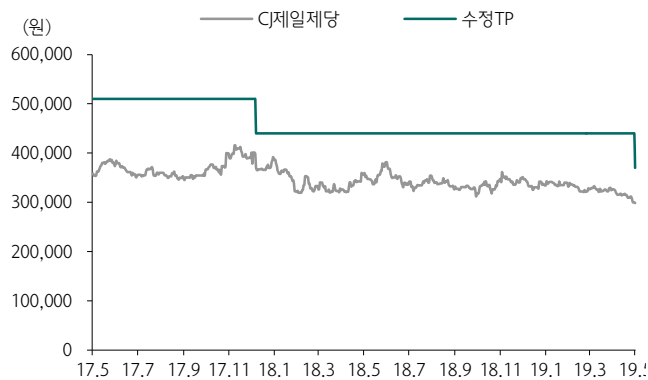
그림 2. 하반기 실적 회복 기대



자료: 하나금융투자

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

C제일제당



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.14	BUY	370,000		
17.12.20	BUY	440,000	-23.13%	-10.91%
17.5.15	BUY	510,000	-27.55%	-18.43%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.7%	7.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 5월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 05월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2019년 05월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.