2019년 7월 3일 I Equity Research

CJ제일제당 (097950)

2Q19 Pre: 본업 실적 회복은 3분기부터

2Q19 Pre: 시장 기대치 부합 예상

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 5조 5,569억원(YoY +24.8%), 2,141억원(YoY +16.0%)으로 추정한다. 물류 부문 제외한 매출액 및 영업이익은 각각 3조 1,750억원(YoY +34.1%), 1,381억원(YoY +5.3%)으로 예상한다. '스완즈' 인수 효과를 제외하면 실질적으로 영업이익은 YoY -13.8% 감소한 수치이다. 기존 사업부의 실적 개선은 3분기부터 가시화될 것으로 전망한다. ① 가공식품 매출은 인수효과 기인해 YoY +91.6% 증가할 것으로 예상한다. 국내는 HMR 판매 호조로 YoY 높은 한 자리 수, 해외는 채널 확대 기인해 YoY +30.0% 매출 성장할 것으로 추산된다. 견조한 탑라인 성장에도 불구하고 제품 믹스 변화 및 진천공장 고정비 증가로 영업마진은 전년대비 1.3%p 하락할 것으로 추정한다. ② 소재 영업마진은 원맥 투입가 상승이 둔화되면서 전년수준 유지 가능할 것으로 전망한다. ③ 바이오('셀렉타' 합산) 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 15.0%, 25.6% 증가할 것으로 예상한다. 핵산 및 트립토판의 견조한 판가가 유지되면서 이익 개선을 견인할 것으로 전망한다. ④ 생물자원은 4~5월 BEP 시현한 것으로 파악된다. 그러나, 6월 베트남 및 캄보디아 ASF 발병으로 적자전환할 것으로 판단된다.

본업 실적 회복은 3분기부터

본업(물류 및 '쉬안즈' 제외)의 실적 개선은 3분기부터 가시화될 것으로 판단한다. 바이오의 견조한 이익 개선세가 지속되는 가운데 가공식품 판가 인상 효과가 반영되기 때문이다. 진천공장 가동률이 하반기 갈수록 상승하면서 탑라인 및 이익 개선을 견인할 것으로 기대한다. 본업 영업이익은 상반기 YoY 감익하겠으나, 3분기 및 4분기는 각각 YoY 6.4%, 7.4% 증가할 것으로 추산한다.

밸류에이션은 부담 없어

올해 실적 흐름은 상저하고 흐름이 전망된다. 2분기 실적 발표 이후 하반기 실적 개선 기대감이 주가에 반영될 것으로 판단한다. 현 주가는 12개월 Fwd PER 13배 거래 중으로 밸류에이션은 부담 없어 보인다.

Earnings Preview

BUY

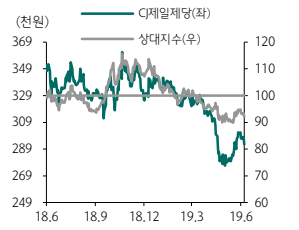
I TP(12M): 370,000원 I CP(7월2일): 292,500원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,122.02
52주 최고/최저(원)	361,500/276,500
시가총액(십억원)	4,403.3
시가총액비중(%)	0.37
발행주식수(천주)	15,054.2
60일 평균 거래량(천주)	34.3
60일 평균 거래대금(십억원)	10.3
19년 배당금(예상,원)	3,500
19년 배당수익률(예상,%)	1.20
외국인지분율(%)	21.35
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 8 인	45.51
국민연금공단	12.57

주가상승률	1M	6M	12M
절대	4.3	(11.6)	(15.8)
상대	0.3	(16.3)	(9.9)

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	22,466.5	24,608.9
영업이익(십억원)	946.3	1,112.1
순이익(십억원)	375.0	510.4
EPS(원)	20,171	26,770
BPS(원)	317,015	341,252

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	958.8	1,060.9	1,187.6
세전이익	십억원	584.3	1,294.2	596.2	682.3	803.4
순이익	십억원	370.2	875.2	348.6	394.4	463.0
EPS	원	25,536	54,173	21,281	24,075	28,263
증감률	%	34.1	112.1	(60.7)	13.1	17.4
PER	배	14.33	6.10	13.74	12.15	10.35
PBR	배	1.53	1.11	0.93	0.87	0.81
EV/EBITDA	배	10.55	10.16	9.03	8.40	7.71
ROE	%	10.91	21.46	7.07	7.52	8.24
BPS	원	239,601	298,085	315,939	336,587	361,423
DPS	원	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500

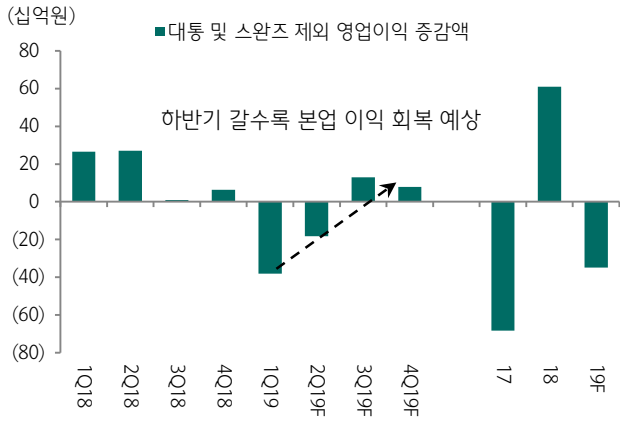
Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 서상덕
02-3771-3126
deok@hanafn.com

하나금융투자

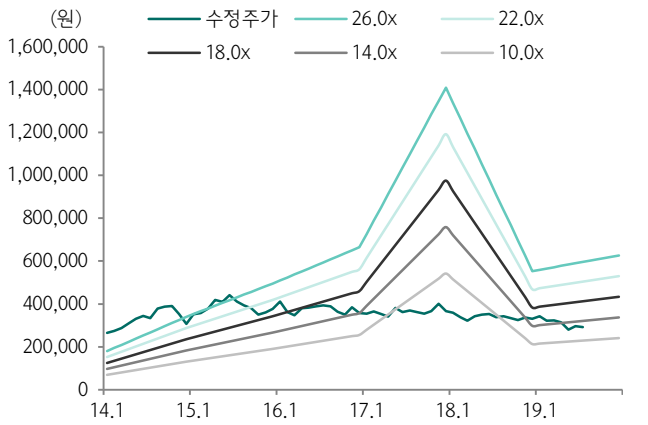
Analyst 심은주 02-3771-8538

그림 1. 연간 실적은 상저하고 흐름 전망



자료: 하나금융투자

그림 2. CJ제일제당 12개월 Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

표 1. CJ제일제당 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
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**	**18,670.1**	**22,629.1**	**24,495.3**
① 소재	462.7	459.7	484.2	427.0	450.4	459.7	489.0	433.4	1,833.6	1,832.5	1,860.0
② 가공	853.5	769.5	972.1	843.0	1,270.1	1,474.2	1,778.3	1,648.0	3,438.1	6,170.6	6,811.4
③ 바이오	592.0	614.1	735.7	773.9	589.4	706.5	818.2	821.3	2,715.7	2,935.3	3,170.1
④ 생물자원	489.4	524.2	553.0	606.6	500.8	534.7	575.1	630.9	2,173.2	2,241.5	2,308.7
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	9,219.7	10,433.7	11,477.1
YoY	12.5%	13.9%	12.1%	14.7%	15.4%	24.8%	23.3%	21.0%	13.3%	21.2%	8.2%
① 소재	-14.3%	-1.3%	-9.7%	1.7%	-2.7%	0.0%	1.0%	1.5%	-6.5%	-0.1%	1.5%
② 가공	9.3%	8.3%	7.6%	14.7%	16.0%	10.0%	13.0%	7.0%	9.9%	79.5%	148.4%
③ 바이오	30.3%	30.0%	28.8%	15.6%	-0.4%	15.0%	11.2%	6.1%	25.3%	8.1%	8.0%
④ 생물자원	-2.5%	-4.1%	4.7%	13.2%	2.3%	2.0%	4.0%	4.0%	2.9%	3.1%	3.0%
⑤ 물류	25.5%	33.8%	29.1%	30.0%	21.5%	14.2%	11.2%	7.4%	39.3%	13.2%	10.0%
영업이익	**210.3**	**184.6**	**265.2**	**172.7**	**179.1**	**206.1**	**337.7**	**235.9**	**832.7**	**958.8**	**1,060.9**
① 소재	30.2	20.0	22.5	7.3	23.6	18.4	23.0	7.4	80.0	72.3	74.4
② 가공	86.6	48.6	116.7	25.6	77.3	68.7	159.1	72.4	277.5	377.6	429.7
③ 바이오	48.4	44.9	54.4	46.4	52.4	56.4	71.8	69.8	194.1	241.9	224.5
④ 생물자원	(6.5)	17.7	17.5	24.9	(9.7)	(5.3)	5.8	6.3	53.6	(3.0)	23.1
⑤ 물류	45.3	57.1	52.9	87.4	45.3	68.0	78.0	80.0	242.7	271.3	298.4
YoY	9.2%	12.3%	-1.5%	14.8%	-14.8%	11.7%	27.3%	36.6%	7.2%	15.1%	10.7%
① 소재	71.2%	71.9%	-49.4%	-2.7%	-21.8%	-8.1%	1.9%	0.5%	-1.6%	-9.6%	2.8%
② 가공	5.7%	-14.5%	-4.3%	24.3%	-10.8%	41.4%	36.4%	183.3%	-1.4%	36.1%	13.8%
③ 바이오	61.9%	87.1%	78.4%	-11.1%	8.3%	25.6%	32.0%	50.5%	42.1%	24.6%	-7.2%
④ 생물자원	N/A	T/B	T/B	T/B	N/A	T/R	-67.1%	-74.7%	-319.7%	-105.6%	-872.9%
⑤ 물류	-11.4%	-7.7%	-15.5%	45.7%	0.0%	19.1%	47.4%	-8.5%	3.0%	11.8%	10.0%
OPM	4.8%	4.1%	5.4%	3.5%	3.6%	3.7%	5.5%	4.0%	4.5%	4.2%	4.3%
① 소재	6.5%	4.4%	4.7%	1.7%	5.2%	4.0%	4.7%	1.7%	4.4%	3.9%	4.0%
② 가공	10.2%	6.3%	12.0%	3.0%	6.1%	4.7%	8.9%	4.4%	8.1%	6.1%	6.3%
③ 바이오	8.2%	7.3%	7.4%	6.0%	8.9%	8.0%	8.8%	8.5%	7.1%	8.2%	7.1%
④ 생물자원	-1.3%	3.4%	3.2%	4.1%	-1.9%	-1.0%	1.0%	1.0%	2.5%	-0.1%	1.0%
⑤ 물류	2.3%	2.5%	2.2%	3.5%	1.9%	2.6%	2.9%	3.0%	2.6%	2.6%	2.6%
세전이익	**112.2**	**1,048.1**	**162.4**	**-28.5**	**76.5**	**126.1**	**257.7**	**135.9**	**1,294.2**	**596.2**	**682.3**
YoY	-10.4%	1393.2%	-55.4%	-216.4%	-31.8%	-88.0%	58.7%	-576.7%	121.5%	-53.9%	15.0%
(지배)순이익	**62.5**	**758.5**	**108.0**	**-53.8**	**40.9**	**76.1**	**157.7**	**73.9**	**875.2**	**348.6**	**394.4**
YoY	-23.8%	3486.2%	-57.9%	-606.3%	-34.6%	-90.0%	46.0%	-237.4%	136.4%	-60.2%	13.1%
NPM	1.4%	17.0%	2.2%	-1.1%	0.8%	1.4%	2.6%	1.2%	4.7%	1.5%	1.6%

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**16,477.2**	**18,670.1**	**22,629.1**	**24,495.3**	**26,209.9**
매출원가	12,922.5	15,126.5	18,447.1	20,005.0	21,379.1
매출총이익	3,554.7	3,543.6	4,182.0	4,490.3	4,830.8
판관비	2,778.1	2,710.9	3,223.3	3,429.3	3,643.2
영업이익	**776.6**	**832.7**	**958.8**	**1,060.9**	**1,187.6**
금융손익	66.8	(252.6)	(162.3)	(165.5)	(160.3)
종속/관계기업손익	(4.6)	(5.5)	55.6	30.0	7.0
기타영업외손익	(254.4)	719.5	(255.9)	(243.1)	(230.9)
세전이익	**584.3**	**1,294.2**	**596.2**	**682.3**	**803.4**
법인세	171.5	368.8	193.2	218.4	258.7
계속사업이익	412.8	925.4	403.0	464.0	544.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**412.8**	**925.4**	**403.0**	**464.0**	**544.7**
비지배주주지분 순이익	42.6	50.2	54.4	69.6	81.7
지배주주순이익	**370.2**	**875.2**	**348.6**	**394.4**	**463.0**
지배주주지분포괄이익	14.5	826.6	314.4	361.9	424.9
NOPAT	548.6	595.4	648.2	721.4	805.2
EBITDA	1,342.5	1,473.3	1,647.5	1,759.6	1,898.6
성장성(%)					
매출액증가율	13.1	13.3	21.2	8.2	7.0
NOPAT증가율	(2.8)	8.5	8.9	11.3	11.6
EBITDA증가율	(2.4)	9.7	11.8	6.8	7.9
영업이익증가율	(7.9)	7.2	15.1	10.6	11.9
(지배주주)순익증가율	34.2	136.4	(60.2)	13.1	17.4
EPS증가율	34.1	112.1	(60.7)	13.1	17.4
수익성(%)					
매출총이익률	21.6	19.0	18.5	18.3	18.4
EBITDA이익률	8.1	7.9	7.3	7.2	7.2
영업이익률	4.7	4.5	4.2	4.3	4.5
계속사업이익률	2.5	5.0	1.8	1.9	2.1

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**4,963.5**	**5,522.4**	**6,073.3**	**6,673.0**	**7,297.6**
금융자산	835.4	741.1	278.6	400.6	586.3
현금성자산	590.9	547.6	44.0	146.7	314.6
매출채권 등	2,445.2	2,742.3	3,323.8	3,597.9	3,849.8
재고자산	1,303.5	1,497.6	1,815.2	1,964.9	2,102.4
기타유동자산	379.4	541.4	655.7	709.6	759.1
비유동자산	**11,904.7**	**13,974.6**	**14,555.0**	**14,704.9**	**14,878.6**
투자자산	429.4	550.3	589.5	638.1	682.7
금융자산	264.3	281.5	341.2	369.4	395.2
유형자산	8,179.4	9,741.7	10,392.3	10,595.4	10,819.1
무형자산	**2,758.1**	**3,069.9**	**2,960.6**	**2,858.9**	**2,764.1**
기타비유동자산	**537.8**	**612.7**	**612.6**	**612.5**	**612.7**
자산총계	**16,868.1**	**19,497.0**	**20,628.4**	**21,378.0**	**22,176.2**
유동부채	**5,496.9**	**6,680.4**	**7,189.6**	**7,403.1**	**7,595.3**
금융부채	2,887.0	3,842.1	3,813.1	3,773.0	3,732.1
매입채무 등	2,298.9	2,288.0	2,773.2	3,001.9	3,212.0
기타유동부채	311.0	550.3	603.3	628.2	651.2
비유동부채	**5,227.4**	**5,508.4**	**5,786.7**	**5,917.9**	**6,038.4**
금융부채	**4,317.5**	**4,196.0**	**4,196.0**	**4,196.0**	**4,196.0**
기타비유동부채	909.9	1,312.4	1,590.7	1,721.9	1,842.4
부채총계	**10,724.3**	**12,188.8**	**12,976.3**	**13,321.0**	**13,633.7**
지배주주지분	**3,375.0**	**4,782.8**	**5,075.3**	**5,413.6**	**5,820.4**
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
자본조정	(224.0)	(180.9)	(180.9)	(180.9)	(180.9)
기타포괄이익누계액	(210.1)	(224.1)	(224.1)	(224.1)	(224.1)
이익잉여금	2,903.4	3,694.3	3,986.8	4,325.0	4,731.9
비지배주주지분	**2,768.9**	**2,525.4**	**2,576.8**	**2,643.4**	**2,722.1**
자본총계	**6,143.9**	**7,308.2**	**7,652.1**	**8,057.0**	**8,542.5**
순금융부채	6,369.1	7,297.0	7,730.6	7,568.5	7,341.9

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	25,536	54,173	21,281	24,075	28,263
BPS	239,601	298,085	315,939	336,587	361,423
CFPS	90,821	87,161	87,978	94,043	101,865
EBITDAPS	92,619	91,201	100,572	107,416	115,900
SPS	1,136,731	1,155,703	1,381,374	1,495,289	1,599,959
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
주가지표(배)					
PER	14.3	6.1	13.7	12.1	10.3
PBR	1.5	1.1	0.9	0.9	0.8
PCFR	4.0	3.8	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA	10.5	10.2	9.0	8.4	7.7
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	10.9	21.5	7.1	7.5	8.2
ROA	2.3	4.8	1.7	1.9	2.1
ROIC	4.5	4.2	4.1	4.4	4.8
부채비율	174.6	166.8	169.6	165.3	159.6
순부채비율	103.7	99.8	101.0	93.9	85.9
이자보상배율(배)	3.8	3.4	3.7	4.1	4.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

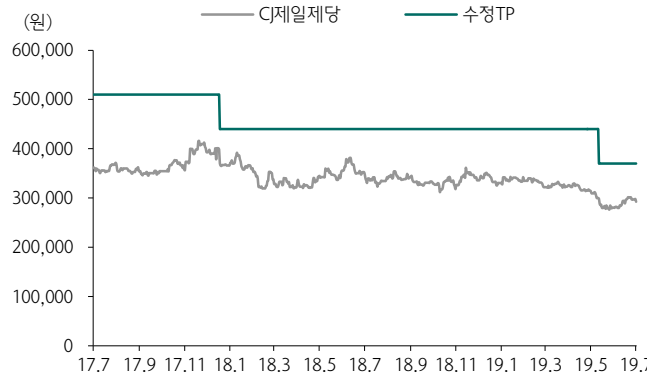
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**1,180.8**	**471.4**	**1,051.1**	**1,229.4**	**1,324.7**
당기순이익	412.8	925.4	403.0	464.0	544.7
조정	791.8	300.0	845.1	858.2	865.3
감가상각비	566.0	640.6	688.7	698.7	711.0
외환거래손익	0.0	0.0	(82.6)	(82.6)	(82.6)
지분법손익	18.6	(975.4)	0.0	0.0	0.0
기타	207.2	634.8	239.0	242.1	236.9
영업활동 자산부채 변동	(23.8)	(754.0)	(197.0)	(92.8)	(85.3)
투자활동 현금흐름	**(1,463.9)**	**(1,034.6)**	**(1,210.4)**	**(772.5)**	**(803.0)**
투자자산감소(증가)	387.2	(120.9)	(42.1)	(51.6)	(47.7)
유형자산감소(증가)	(1,423.7)	(1,648.2)	(1,230.0)	(800.0)	(840.0)
기타	(427.4)	734.5	61.7	79.1	84.7
재무활동 현금흐름	**265.4**	**521.0**	**(344.3)**	**(354.2)**	**(353.7)**
금융부채증가(감소)	498.6	833.6	(29.0)	(40.1)	(40.9)
자본증가(감소)	(91.4)	588.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(106.4)	(858.1)	(259.2)	(258.0)	(256.7)
배당지급	(35.4)	(42.5)	(56.1)	(56.1)	(56.1)
현금의 증감	**(53.5)**	**(43.3)**	**(503.6)**	**102.7**	**167.9**
Unlevered CFO	1,316.5	1,408.1	1,441.2	1,540.6	1,668.7
Free Cash Flow	(269.5)	(1,204.0)	(178.9)	429.4	484.7

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ제일제당



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.14	BUY	370,000		
17.12.20	BUY	440,000	-23.13%	-10.91%
17.7.3	BUY	510,000	-27.72%	-18.43%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 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	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 7월 2일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 07월 03일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2019년 07월 03일 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 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.