



BUY(Maintain)

목표주가: 440,000원
주가(7/10): 283,000원

시가총액: 42,603억원

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

Stock Data

KOSPI (7/10)		2,058.78pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	361,500원	276,500원
등락률	-21.7%	2.4%
수익률	절대	상대
1M	-0.7%	1.3%
6M	-16.0%	-15.8%
1Y	-15.9%	-6.3%

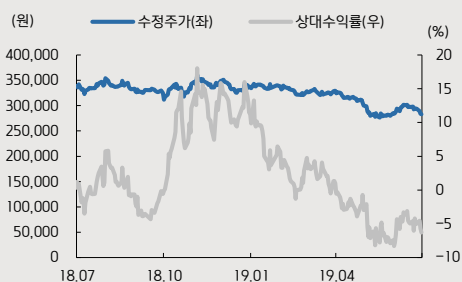
Company Data

발행주식수	15,054천주
일평균 거래량(3M)	33천주
외국인 지분율	21.5%
배당수익률(19E)	1.2%
BPS(19E)	305,414원
주요 주주	CJ 외 8 인 45.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	16,477.2	18,670.1	22,298.9	23,966.2
영업이익	776.6	832.7	889.1	1,066.9
EBITDA	1,342.5	1,473.3	1,678.2	1,926.7
세전이익	584.3	1,294.2	505.2	680.8
순이익	412.8	925.4	346.8	486.8
지배주주지분순이익	370.2	875.2	276.5	388.6
EPS(원)	25,536	54,173	16,879	23,720
증감률(% YoY)	34.1	112.1	-68.8	40.5
PER(배)	14.3	6.1	16.8	12.0
PBR(배)	1.57	1.13	0.93	0.87
EV/EBITDA(배)	10.5	10.2	10.2	9.0
영업이익률(%)	4.7	4.5	4.0	4.5
ROE(%)	10.9	21.5	5.7	7.5
순차입금비율(%)	103.7	99.8	102.5	98.4

Price Trend



CJ제일제당 (097950)

매출 성장에서 비용 절감으로



CJ제일제당의 2Q19 대한통운 제외기준 영업이익은 1,341억원으로 전망된다. 슈완스 편입효과와 핵산의 호조에도 불구하고, 가공식품과 생물자원의 수익성이 부진하기 때문이다. 하지만, 이와 같은 실적 부진에도 불구하고, 주가의 방향성은 점차 바뀔 것으로 기대된다. 동사가 가공식품을 중심으로 비용 절감을 단행하면서, 전사 수익성이 점차 개선될 수 있기 때문이다.

>>> 2분기 영업이익 1,926억원 전망

CJ제일제당의 2분기 연결기준 영업이익은 1,926억원(+4% YoY), 대한통운 제외기준 영업이익 1,341억원(+2% YoY)으로 전망된다. 슈완스 편입에 따른 실적개선 효과(2Q19E OP 250억원)와 핵산의 호조에도 불구하고(바이오 2Q19E OP 640억원), 1) 고정비/판촉비 부담에 따른 가공식품 수익성 하락(기존사업 2Q19E OP 300억원), 2) 베트남 ASF 영향에 따른 폐사손실 및 인도네시아 육계시세 부진에 따른 생물자원 실적 부진(2Q19E OP -40억원)으로, 이익 증가 폭이 크지 않을 전망이다.

>>> 비용 절감을 통해 가공식품 중심으로 수익성 개선 전망

동사는 전사 재무구조 및 수익성 악화로 인한 신용등급 전망 악화로 인해, 하반기부터 **가공식품**에서 수익성 중심의 경영활동이 예상된다. 간편식(햇반/냉동식품/상온HMR 등)과 김치를 중심으로 집중되었던 판촉비가 절감되면서, 동사의 국내 가공식품 사업부의 수익성은 상저하의 모습을 보일 것으로 판단된다.

바이오는 라이신/메치오닌 시장 부진에도 불구하고, 핵산 시장 호조와 트립토판(2Q19~), 핵산(4Q19~) 증설 물량 확대에 양호한 실적 흐름이 예상된다. **생물자원** 부문은 최근 인도네시아 정부의 종계 도태 지시로 축산 시황이 반등할 여지가 있으나, 과거 수준으로 수익성이 회복되는 데에는 좀 더 시간이 걸릴 것으로 판단된다(축산 매출은 생물자원 부문에서 30% 비중 차지).

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 44만원 유지

CJ제일제당에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 44만원을 유지한다. 지속되는 재무구조 악화와 수익성 부진으로 인해, 동사는 가공식품을 중심으로 비용 절감을 시작한 상황이다. **2분기 실적 부진에도 불구하고, 하반기부터 진행될 수익성 개선 활동을 감안한다면, 부진했던 주가의 방향성도 점차 바뀔 수 있을 것으로 기대된다.**

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	4,348.6	4,453.7	4,945.6	4,922.1	5,017.8	5,514.6	5,867.8	5,898.8	18,670.1	22,298.9	23,966.2
(YoY)	12.5%	13.9%	12.1%	14.7%	15.4%	23.8%	18.6%	19.8%	13.3%	19.4%	7.5%
식품	1,316.2	1,229.2	1,456.3	1,270.0	1,720.5	1,886.9	2,121.4	1,934.0	5,271.7	7,662.8	8,103.7
(YoY)	-0.3%	4.5%	1.2%	10.0%	30.7%	53.5%	45.7%	52.3%	3.6%	45.4%	5.8%
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	1,440.7	1,641.1	1,510.0	3,438.1	5,861.9	6,329.8
(YoY)	9.3%	8.3%	7.6%	14.7%	48.8%	87.2%	68.8%	79.1%	9.9%	70.5%	8.0%
기존사업	853.5	769.5	972.1	843.0	1,029.8	930.7	1,086.7	911.4	3,438.1	3,958.6	4,112.4
(YoY)					20.7%	21.0%	11.8%	8.1%		15.1%	3.9%
국내	698.9	627.5	793.1	643.0	809.7	731.9	845.1	661.4	2,762.5	3,048.1	3,056.8
(YoY)	5.5%	5.0%	3.9%	7.7%	15.9%	16.6%	6.6%	2.9%	5.4%	10.3%	0.3%
해외	154.6	142.0	179.0	200.0	220.1	198.8	241.7	250.0	675.6	910.6	1,055.6
(YoY)	30.7%	25.7%	27.9%	45.2%	42.4%	40.0%	35.0%	25.0%	32.7%	34.8%	15.9%
슈완스					240.3	510.0	554.3	598.7		1,903.3	2,217.4
(YoY)											16.5%
바이오	592.0	614.1	735.7	773.9	589.4	670.2	713.0	810.3	2,715.7	2,783.0	3,015.0
(YoY)	30.3%	30.0%	28.8%	15.6%	-0.4%	9.1%	-3.1%	4.7%	25.3%	2.5%	8.3%
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	2,617.1	2,682.8	2,771.8	9,219.7	10,504.5	11,440.3
(YoY)	25.5%	33.8%	29.1%	30.0%	21.5%	14.6%	10.9%	10.2%	29.7%	13.9%	8.9%
대통령외 기준	2,512.2	2,367.5	2,745.1	2,650.5	2,810.7	3,095.8	3,403.0	3,370.5	10,275.2	12,679.9	13,411.4
(YoY)	4.7%	1.7%	2.6%	6.7%	11.9%	30.8%	24.0%	27.2%	3.9%	23.4%	5.8%
영업이익	210.3	184.6	265.2	172.7	179.1	192.6	303.9	213.6	832.7	889.1	1,066.9
(YoY)	9.2%	12.3%	-1.5%	14.8%	-14.8%	4.3%	14.6%	23.7%	7.2%	6.8%	20.0%
(OPM)	4.8%	4.1%	5.4%	3.5%	3.6%	3.5%	5.2%	3.6%	4.5%	4.0%	4.5%
식품	116.8	68.6	139.2	32.9	100.9	74.1	162.0	94.5	357.5	431.6	517.9
(OPM)	8.9%	5.6%	9.6%	2.6%	5.9%	3.9%	7.6%	4.9%	6.8%	5.6%	6.4%
소재	28.7	20.0	41.2	3.0	24.1	19.1	39.2	3.0	92.8	85.4	82.0
(OPM)	6.2%	4.4%	8.5%	0.7%	5.4%	4.3%	8.2%	0.7%	5.1%	4.7%	4.6%
가공	88.1	48.6	98.0	29.9	76.8	55.0	122.8	91.5	264.7	346.1	435.8
(OPM)	10.3%	6.3%	10.1%	3.5%	6.0%	3.8%	7.5%	6.1%	7.7%	5.9%	6.9%
기존사업	88.1	48.6	98.0	29.9	65.2	30.0	84.8	39.5	264.7	219.5	285.8
(OPM)	10.3%	6.3%	10.1%	3.5%	6.3%	3.2%	7.8%	4.3%	7.7%	5.5%	7.0%
슈완스					11.6	25.0	38.0	52.0		126.6	150.0
(OPM)					4.8%	4.9%	6.9%	8.7%		6.7%	6.8%
바이오	48.4	44.9	54.4	46.4	52.4	64.0	69.0	61.7	194.1	247.0	262.1
(OPM)	8.2%	7.3%	7.4%	6.0%	8.9%	9.5%	9.7%	7.6%	7.1%	8.9%	8.7%
생물자원	-6.5	17.7	17.5	24.9	-9.7	-4.0	0.0	5.0	53.6	-8.7	20.0
(OPM)	-1.3%	3.4%	3.2%	4.1%	-1.9%	-0.7%	0.0%	0.8%	2.5%	-0.4%	0.9%
물류	45.3	57.1	52.9	87.4	45.3	62.2	71.7	71.3	242.7	250.5	298.2
(OPM)	2.3%	2.5%	2.2%	3.5%	1.9%	2.4%	2.7%	2.6%	2.6%	2.4%	2.6%
대통령외 기준	170.7	131.2	211.1	104.2	143.6	134.1	231.0	161.2	617.2	669.9	800.0
(YoY)	18.4%	26.0%	0.4%	6.5%	-15.9%	2.2%	9.4%	54.7%	10.9%	8.5%	19.4%
(OPM)	6.8%	5.5%	7.7%	3.9%	5.1%	4.3%	6.8%	4.8%	6.0%	5.3%	6.0%
세전이익	112.2	1,048.1	162.4	-28.5	76.5	98.7	210.0	120.0	1,294.2	505.2	680.8
당기순이익	72.1	783.4	120.8	-50.9	40.9	70.6	150.1	85.1	925.4	346.8	486.8
지배주주순이익	62.5	758.5	108.0	-53.8	40.9	54.8	124.4	56.4	875.2	276.5	388.6
(YoY)	-23.8%	3486.3%	-57.9%	적전	-34.6%	-92.8%	15.1%	흑전	136.4%	-68.4%	40.5%

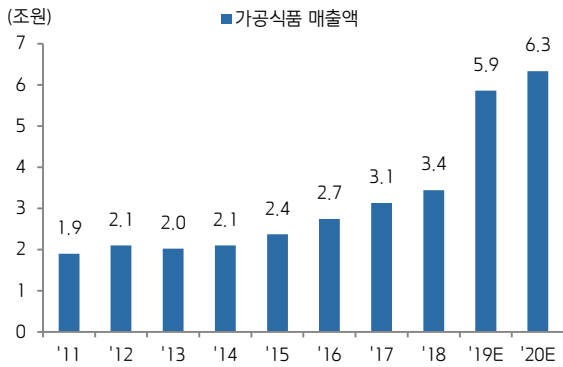
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당의 판촉비 지출이 컸을 것으로 예상 되는 주요 가공식품 품목 추정

주요 경합 품목	김치	냉동식품	국/탕/찌개	상온가공밥	상품 죽	냉장면
CJ제일제당 순위/MS	2위 / 30% 중반	만두 1위 / 40% 중반 피자 2위 / 30% 초반 밥 1위 / 30% 초반	1위 / 40% 내외	1위 / 75%	2위 / 30% 내외	1위 / 40% 내외

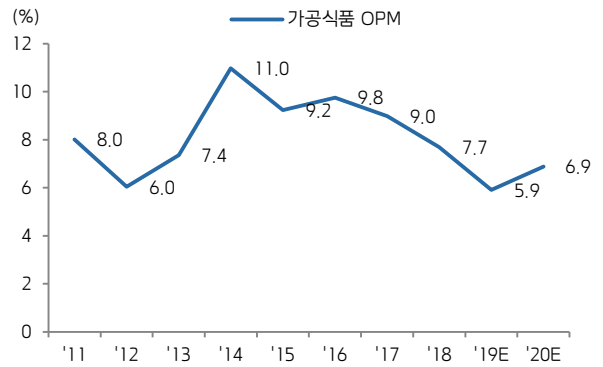
자료: 언론보도, CJ제일제당, 키움증권 리서치

연도별 가공식품 매출액 추이 및 전망



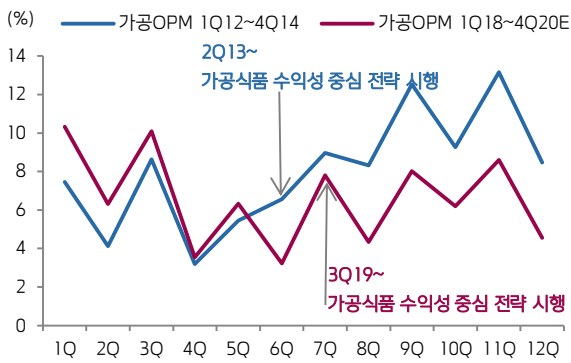
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

연도별 가공식품 영업이익률 추이 및 전망



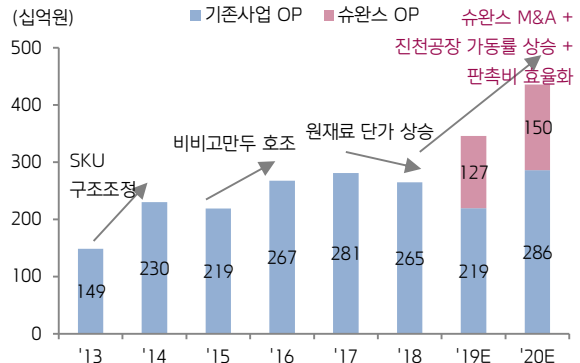
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

분기별 가공식품 OPM 비교: '12~'14 vs '18~'20E



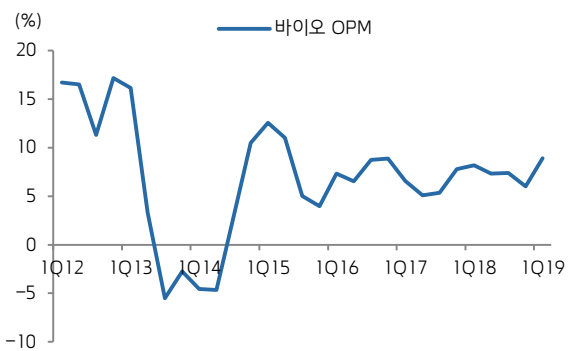
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

2019년부터 가공식품 증익 Cycle 전망



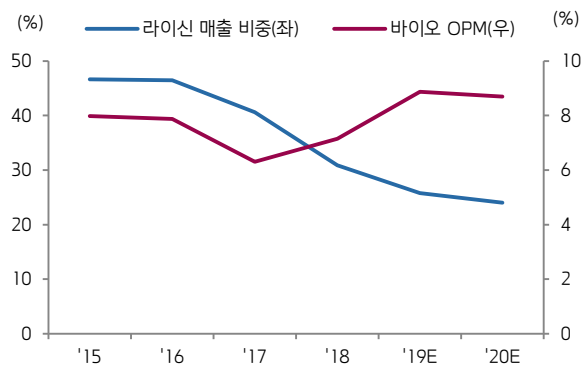
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

바이오 사업부 OPM 추이



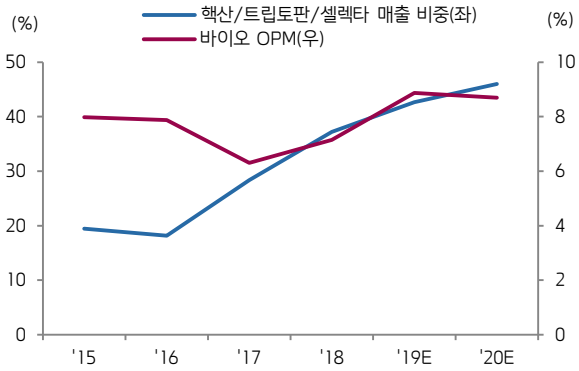
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

라이신 매출 비중 vs 바이오 사업부 OPM



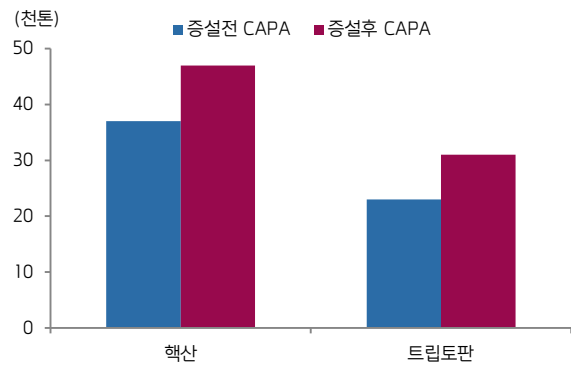
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

핵산/트립토판/셀렉타 매출 비중 vs 바이오 사업부 OPM



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 핵산/트립토판 CAPA 증설 계획



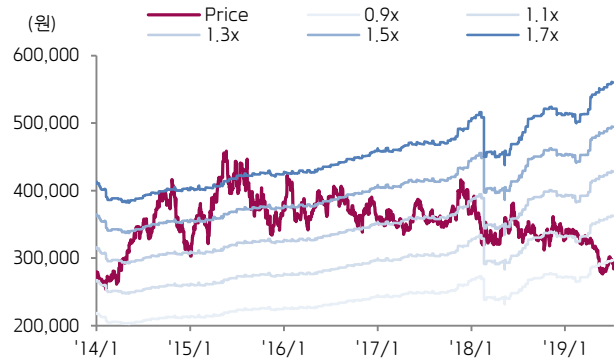
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

CJ제일제당 FW12M PBR 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

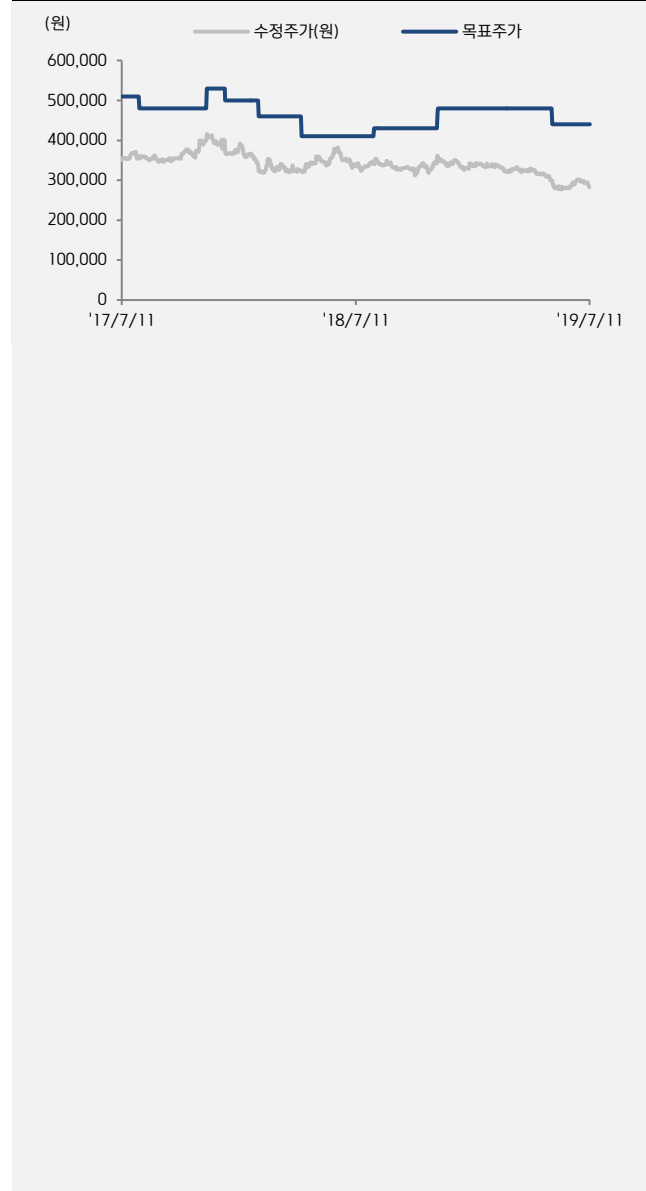
Compliance Notice

- 당사는 7월 10일 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)	2017-07-12	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	-35.60	-34.43	
2019-05-21	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-35.11	-31.48	
2019-06-24	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-34.51	-31.48	
2019-07-11	BUY(Maintain)	440,000원	6개월			

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 증가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 증가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 증가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 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 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%