



하나금융그룹

2019년 8월 9일 | Equity Research

CJ제일제당 (097950)

2Q19 Re: 시장 기대치 하회

2Q19 Re: 아쉬운 수익성

2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 5조 5,153억원(YoY +23.8%), 1,753억원(YoY -5.0%) 기록해 시장 기대치를 하회했다. 물류 제외 매출액 및 영업이익은 각각 3조 1,864억 원(YoY +34.6%), 1,054억원(YoY -19.7%)을 기록했다. '쉬안즈' 인수 효과 제거시 본업 매출액 및 영업이익은 각각 +8.9%, -32.4% 증가한 수치이다.

① '쉬안즈' 영업이익은 PPA(Purchase Price Allocation) 비용 기인해 예상치를 소폭 하회한 가운데 본업이 부진했다. ② 가공 부문에서의 '진천 공장' 관련 고정비 증가 및 쌀가공 원재료 부담이 지속되었고, ③ 사료 부문 적자전환에 기인한다. 국내외 가공 매출 고성장(국내 YoY 11.7%, 해외 +61.6%)과 바이오 부문이 450억 내외 이익 시현하고 있다는 점은 긍정적이다.

본업 실적 회복 속도는 다소 느릴 듯

3분기 물류 제외 매출액 및 영업이익을 각각 3조 6,791억원 (YoY +34.0%), 2,363억원(YoY +11.9%)으로 추정한다. '쉬안즈' 인수 효과 제외시 영업이익은 YoY -4.6% 감소할 것으로 예상한다. 4분기도 본업 영업이익은 YoY 소폭 감소가 불가피 할 것으로 추산된다.

① 식품 SKU 구조조정 기인해 하반기 마진 개선(하반기 상반기 대비 300bp up)을 가정하더라도, ② 라이선, 메치오닌 등 주요 아미노산 판가 약세로 기존 바이오(셀렉타 제외) 영업이익 QoQ 감소가 전망되고, ③ 베트남 돈가 약세 기인한 사료 부문 적자가 지속될 것으로 예상되기 때문이다.

단기 주가 모멘텀 부재

본업의 실적 회복이 더뎌지고 있는 점이 아쉽다. 가공식품 매출 고성장에도 불구하고 이의 레버리지 효과가 제한적이고, 아미노산 시황 악화도 부담이다. 추세적인 주가 상승을 위해서는 본업의 이익률 회복이 전제되어야 할 것으로 판단한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 370,000원 | CP(8월8일): 272,000원

Key Data	Consensus Data	
	2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	1,920.61	
52주 최고/최저(원)	361,500/266,000	
시가총액(십억원)	4,094.7	
시가총액비중(%)	0.34	
발행주식수(천주)	15,054.2	
60일 평균 거래량(천주)	27.3	
60일 평균 거래대금(십억원)	7.8	
19년 배당금(예상,원)	3,500	
19년 배당수익률(예상,%)	1.29	
외국인지분율(%)	21.73	
주요주주 지분율(%)		
CJ 외 8 인	45.51	
국민연금공단	12.93	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	(5.9) (20.0) (19.9)	
상대	1.2 (9.3) (4.0)	

Stock Price	
(천원)	CJ제일제당(좌) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	16,477.2	18,670.1	22,608.9	24,444.6	26,155.7
영업이익	십억원	776.6	832.7	891.2	1,110.9	1,241.0
세전이익	십억원	584.3	1,294.2	437.7	652.8	784.8
순이익	십억원	370.2	875.2	253.7	377.3	457.2
EPS	원	25,536	54,173	15,486	23,030	27,907
증감률	%	34.1	112.1	(71.4)	48.7	21.2
PER	배	14.33	6.10	17.56	11.81	9.75
PBR	배	1.53	1.11	0.88	0.82	0.77
EV/EBITDA	배	10.55	10.16	9.23	8.00	7.34
ROE	%	10.91	21.46	5.20	7.34	8.31
BPS	원	239,601	298,085	310,143	329,746	354,225
DPS	원	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500



Analyst 심은주

02-3771-8538

yeseo01@hanafn.com

RA 서상덕

02-3771-3126

deok@hanafn.com

표 1. 2Q19 Re

(단위: 십억원)

	2Q19P	2Q18	YoY	Consen	%Diff
매출액	5,515.3	4,453.7	23.8	5,465.2	0.9
영업이익	175.3	184.6	(5.0)	197.2	(11.1)
세전이익	44.3	1,048.1	(95.8)	116.4	(61.9)
(지배)순이익	16.2	758.5	(97.9)	76.1	(78.7)
OPM %	3.2	4.1		3.6	
NPM %	0.3	17.0		1.4	

자료: 하나금융투자

표 2. CJ제일제당 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
매출액	4,348.6	4,453.7	4,945.6	4,922.2	5,017.8	5,515.3	6,098.4	5,977.4	18,670.1	22,608.9	24,444.6
① 소재	462.7	459.7	484.2	427.0	450.4	418.0	469.7	414.2	1,833.6	1,752.3	1,752.3
② 가공	853.5	769.5	972.1	843.0	1,270.1	1,536.9	1,823.0	1,648.0	3,438.1	6,278.0	6,959.1
③ 바이오	592.0	614.1	735.7	773.9	589.4	742.2	811.2	814.3	2,715.7	2,957.2	3,193.8
④ 생물자원	489.4	524.2	553.0	606.6	500.8	489.3	575.1	630.9	2,173.2	2,196.1	2,262.0
⑤ 물류	2,001.5	2,284.6	2,418.4	2,515.2	2,432.7	2,534.8	2,670.0	2,750.0	9,219.7	10,387.5	11,384.0
YoY	12.5%	13.9%	12.1%	14.7%	15.4%	23.8%	23.3%	21.4%	13.3%	21.1%	8.1%
① 소재	-14.3%	-1.3%	-9.7%	1.7%	-2.7%	-9.1%	-3.0%	-3.0%	-6.5%	-4.4%	0.0%
② 가공	9.3%	8.3%	7.6%	14.7%	16.0%	11.7%	13.0%	7.0%	9.9%	82.6%	10.8%
③ 바이오	30.3%	30.0%	28.8%	15.6%	-0.4%	20.9%	10.3%	5.2%	25.3%	8.9%	8.0%
④ 생물자원	-2.5%	-4.1%	4.7%	13.2%	2.3%	-6.7%	4.0%	4.0%	2.9%	1.1%	3.0%
⑤ 물류	25.5%	33.8%	29.1%	30.0%	21.5%	11.0%	10.4%	9.3%	39.3%	12.7%	9.6%
영업이익	210.3	184.6	265.2	172.7	179.1	175.3	311.3	225.5	832.7	891.2	1,110.9
① 소재	30.2	21.0	22.5	7.3	23.6	18.0	22.1	7.0	81.0	70.7	70.1
② 가공	86.6	47.6	116.7	25.6	77.3	36.0	158.2	73.0	276.5	344.5	428.9
③ 바이오	48.4	44.9	54.4	46.4	52.4	59.3	61.8	60.4	194.1	233.9	250.0
④ 생물자원	(6.5)	17.7	17.5	24.9	(9.7)	(7.9)	(5.8)	0.0	53.6	(23.4)	33.9
⑤ 물류	45.3	57.1	52.9	87.4	45.3	71.8	75.0	85.0	242.7	277.1	340.0
YoY	9.2%	12.3%	-1.5%	14.8%	-14.8%	-5.0%	17.4%	30.6%	7.2%	7.0%	24.7%
① 소재	71.2%	80.5%	-49.4%	-2.7%	-21.8%	-14.3%	-2.1%	-3.9%	-0.4%	-12.7%	-0.9%
② 가공	5.7%	-16.3%	-4.3%	24.3%	-10.8%	-24.4%	35.6%	185.6%	-1.7%	24.6%	24.5%
③ 바이오	61.9%	87.1%	78.4%	-11.1%	8.3%	32.1%	13.6%	30.2%	42.1%	20.5%	6.9%
④ 생물자원	N/A	T/B	T/B	T/B	N/A	T/R	T/R	-100.0%	-319.7%	-143.6%	-245.3%
⑤ 물류	-11.4%	-7.7%	-15.5%	45.7%	0.0%	25.7%	41.8%	-2.7%	3.0%	14.2%	22.7%
OPM	4.8%	4.1%	5.4%	3.5%	3.6%	3.2%	5.1%	3.8%	4.5%	3.9%	4.5%
① 소재	6.5%	4.6%	4.7%	1.7%	5.2%	4.3%	4.7%	1.7%	4.4%	4.0%	4.0%
② 가공	10.2%	6.2%	12.0%	3.0%	6.1%	2.3%	8.7%	4.4%	8.0%	5.5%	6.2%
③ 바이오	8.2%	7.3%	7.4%	6.0%	8.9%	8.0%	7.6%	7.4%	7.1%	7.9%	7.8%
④ 생물자원	-1.3%	3.4%	3.2%	4.1%	-1.9%	-1.6%	-1.0%	0.0%	2.5%	-1.1%	1.5%
⑤ 물류	2.3%	2.5%	2.2%	3.5%	1.9%	2.8%	2.8%	3.1%	2.6%	2.7%	3.0%
세전이익	112.2	1,048.1	162.4	-28.5	76.5	44.3	191.3	125.5	1,294.2	437.7	652.8
YoY	-10.4%	1393.2%	-55.4%	-216.4%	-31.8%	-95.8%	17.8%	-540.1%	121.5%	-66.2%	49.1%
(지배)순이익	62.5	758.5	108.0	-53.8	40.9	16.2	120.3	76.3	875.2	253.7	377.3
YoY	-23.8%	3486.2%	-57.9%	-606.3%	-34.6%	-97.9%	11.4%	-241.8%	136.4%	-71.0%	48.7%
NPM	1.4%	17.0%	2.2%	-1.1%	0.8%	0.3%	2.0%	1.3%	4.7%	1.1%	1.5%

기타: '식안조' 실적 반영

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	16,477.2	18,670.1	22,608.9	24,444.6	26,155.7
매출원가	12,922.5	15,126.5	18,425.4	19,911.4	21,279.1
매출총이익	3,554.7	3,543.6	4,183.5	4,533.2	4,876.6
판관비	2,778.1	2,710.9	3,292.2	3,422.2	3,635.6
영업이익	776.6	832.7	891.2	1,110.9	1,241.0
금융순익	66.8	(252.6)	(159.7)	(160.9)	(156.6)
종속/관계기업손익	(4.6)	(5.5)	(37.9)	(54.1)	(68.7)
기타영업외손익	(254.4)	719.5	(255.9)	(243.1)	(230.9)
세전이익	584.3	1,294.2	437.7	652.8	784.8
법인세	171.5	368.8	135.3	209.0	246.9
계속사업이익	412.8	925.4	302.4	443.8	537.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	412.8	925.4	302.4	443.8	537.8
비지배주주지분 순이익	42.6	50.2	48.7	66.6	80.7
지배주주순이익	370.2	875.2	253.7	377.3	457.2
지배주주지분포괄이익	14.5	826.6	235.8	346.2	419.5
NOPAT	548.6	595.4	615.7	755.3	850.5
EBITDA	1,342.5	1,473.3	1,553.7	1,785.4	1,929.7
성장성(%)					
매출액증가율	13.1	13.3	21.1	8.1	7.0
NOPAT증가율	(2.8)	8.5	3.4	22.7	12.6
EBITDA증가율	(2.4)	9.7	5.5	14.9	8.1
영업이익증가율	(7.9)	7.2	7.0	24.7	11.7
(지배주주)순익증가율	34.2	136.4	(71.0)	48.7	21.2
EPS증가율	34.1	112.1	(71.4)	48.7	21.2
수익성(%)					
매출총이익률	21.6	19.0	18.5	18.5	18.6
EBITDA이익률	8.1	7.9	6.9	7.3	7.4
영업이익률	4.7	4.5	3.9	4.5	4.7
계속사업이익률	2.5	5.0	1.3	1.8	2.1

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	25,536	54,173	15,486	23,030	27,907
BPS	239,601	298,085	310,143	329,746	354,225
CFPS	90,821	87,161	76,542	90,481	99,140
EBITDAPS	92,619	91,201	94,844	108,990	117,799
SPS	1,136,731	1,155,703	1,380,136	1,492,195	1,596,648
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
주가지표(배)					
PER	14.3	6.1	17.6	11.8	9.7
PBR	1.5	1.1	0.9	0.8	0.8
PCFR	4.0	3.8	3.6	3.0	2.7
EV/EBITDA	10.5	10.2	9.2	8.0	7.3
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	10.9	21.5	5.2	7.3	8.3
ROA	2.3	4.8	1.3	1.8	2.1
ROIC	4.5	4.2	3.9	4.6	5.1
부채비율	174.6	166.8	171.8	167.7	161.9
순부채비율	103.7	99.8	99.7	93.3	85.7
이자보상배율(배)	3.8	3.4	3.4	4.3	4.8

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	4,963.5	5,522.4	6,272.7	6,822.4	7,417.3
금융자산	835.4	741.1	483.1	562.9	719.8
현금성자산	590.9	547.6	248.7	309.6	448.7
매출채권 등	2,445.2	2,742.3	3,320.8	3,590.5	3,841.8
재고자산	1,303.5	1,497.6	1,813.6	1,960.8	2,098.1
기타유동자산	379.4	541.4	655.2	708.2	757.6
비유동자산	11,904.7	13,974.6	14,250.7	14,424.0	14,619.8
투자자산	429.4	550.3	588.9	636.7	681.3
금융자산	264.3	281.5	340.9	368.6	394.4
유형자산	8,179.4	9,741.7	10,088.5	10,315.8	10,561.7
무형자산	2,758.1	3,069.9	2,960.6	2,858.9	2,764.1
기타비유동자산	537.8	612.7	612.7	612.7	612.7
자산총계	16,868.1	19,497.0	20,523.4	21,246.4	22,037.1
유동부채	5,496.9	6,680.4	7,186.7	7,396.0	7,587.6
금융부채	2,887.0	3,842.1	3,813.0	3,772.8	3,731.8
매입채무 등	2,298.9	2,288.0	2,770.7	2,995.7	3,205.4
기타유동부채	311.0	550.3	603.0	627.5	650.4
비유동부채	5,227.4	5,508.4	5,785.3	5,914.3	6,034.6
금융부채	4,317.5	4,196.0	4,196.0	4,196.0	4,196.0
기타비유동부채	909.9	1,312.4	1,589.3	1,718.3	1,838.6
부채총계	10,724.3	12,188.8	12,972.0	13,310.3	13,622.2
지배주주지분	3,375.0	4,782.8	4,980.3	5,301.4	5,702.5
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	3,891.9	4,213.0	4,614.0
비지배주주지분	2,768.9	2,525.4	2,571.1	2,634.7	2,712.4
자본총계	6,143.9	7,308.2	7,551.4	7,936.1	8,414.9
순금융부채	6,369.1	7,297.0	7,525.9	7,405.8	7,208.1

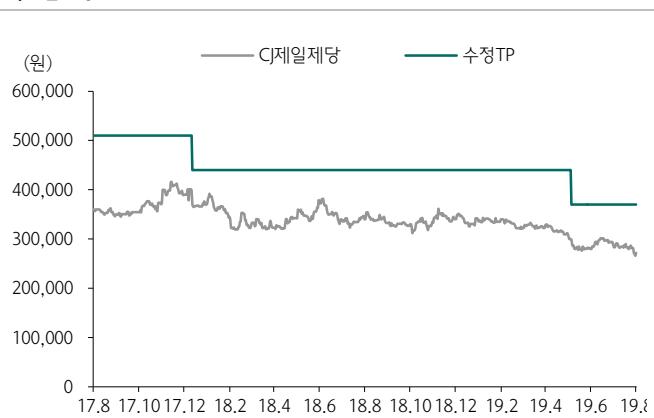
현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,180.8	471.4	922.6	1,181.9	1,292.0
당기순이익	412.8	925.4	302.4	443.8	537.8
조정	791.8	300.0	816.2	829.4	839.3
감가상각비	566.0	640.6	662.5	674.6	688.8
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	236.3	237.4	233.1
영업활동 자산부채 변동	(23.8)	(754.0)	(196.0)	(91.3)	(85.1)
투자활동 현금흐름	(1,463.9)	(1,034.6)	(877.1)	(766.7)	(799.2)
투자자산감소(증가)	387.2	(120.9)	(41.6)	(50.8)	(47.6)
유형자산감소(증가)	(1,423.7)	(1,648.2)	(900.0)	(800.0)	(840.0)
기타	(427.4)	734.5	64.5	84.1	88.4
재무활동 현금흐름	265.4	521.0	(344.4)	(354.4)	(353.7)
금융부채증가(감소)	498.6	833.6	(29.1)	(40.3)	(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)	(298.8)	60.8	139.1
Unlevered CFO	1,316.5	1,408.1	1,253.9	1,482.2	1,624.1
Free Cash Flow	(269.5)	(1,204.0)	22.6	381.9	452.0



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

CJ제일제당



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.5.14	BUY	370,000		
17.12.20	BUY	440,000	-23.13%	-10.91%
17.8.14	BUY	510,000	-27.06%	-18.43%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 8월 8일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2019년 08월 09일 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.