

2019. 8. 9



▲ **음식료**

Analyst **김정욱**  
02. 6454-4874  
6414@meritz.co.kr

RA **최윤희**  
02. 6454-4888  
yoonhee.choi@meritz.co.kr

**Buy**

**적정주가 (12개월) 440,000 원**

**현재주가 (8.8) 272,000 원**

**상승여력 61.8%**

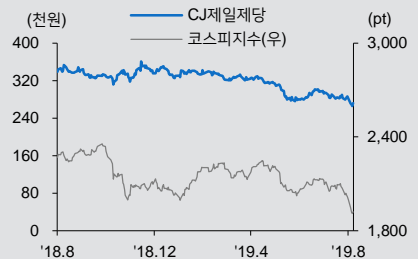
KOSPI	1,920.61pt
시가총액	40,947억원
발행주식수	1,505만주
유동주식비율	51.86%
외국인비중	21.73%
52주 최고/최저가	361,500원/266,000원
평균거래대금	78.3억원

**주요주주(%)**

CJ 외 8 인	45.51
국민연금공단	12.93

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.9	-20.0	-19.9
상대주가	1.2	-9.3	-4.0

**주가그래프**



# CJ제일제당 097950

## 2Q19 Review: 보다 긴 호흡이 필요

- ✓ 지나간 2Q19의 실적 실망보다 다가올 3Q19의 기대감 하락이 우려
- ✓ 2Q19(대통제외) 매출액은 31,864억원(+34.6%), 영업이익은 1,054억원(-19.7%) 기록
- ✓ 주요한 실적 개선 요인의 확인에는 보다 긴 호흡이 필요
- ✓ 실적 부진 반영한 주가하락 선행, 4분기 기저에 따른 실적 성장 기다릴 때
- ✓ 투자 의견 Buy 유지 적정주가는 실적 추정치 변경을 반영, 44만원으로 하향

### 지나간 2Q19의 실적 실망보다 다가올 3Q19의 기대감 하락이 우려

2Q19(대통제외 기준) 매출액은 31,864억원(+34.6% yoy), 영업이익은 1,054억원(-19.7% YoY)기록했다. 쉬완스 합병효과에도 불구하고, 가공식품 마진율 악화로 영업이익이 시장 기대치를 크게 하회했다. 가공식품 부문은 ①경쟁 심화에 따른 판촉비/광고비 증가, ②쌀 등의 원가 부담, ③예상보다 지연되는 진천공장 가동을 상승 및 고정비 부담 증가로 영업이익률이 3~4%p 하락하며 역신장의 주요인이 되었다. 가공식품 경쟁심화로 인한 수익성 부진, 쉬완스 정상화를 위한 기간 소요 등을 감안한다면 해외바이오 부문 호실적에도 3분기 극적인 턴어라운드 기대감은 낮아질 전망이다.

### 주요한 실적 개선 요인의 확인에는 보다 긴 호흡이 필요

M&A 효과 극대화, 신공장 가동을 정상화, HMR 시장에서 경쟁우위 선점 등 동사의 주요한 실적성장 요인 확인에는 보다 긴 호흡이 필요할 전망이다. 오프라인 대형마트의 영업환경 악화로 식품제조업체들의 비용부담이 불가피하고, 매출 성장을 위해서 필수불가결한 비용지출이 동반되는 상황으로 전체적인 실적은 19년에 기저를 형성할 가능성이 높다.

### 실적 부진 반영한 주가하락 선행, 4분기 기저에 따른 실적 성장 기다릴 때

3분기까지는 전년도 실적의 높은 베이스 부담이 있어 영업이익 성장전환의 시점은 4분기 이후로 지연된 흐름이 예상된다. 실적 부진을 반영한 주가하락이 선행된 상황으로 투자 의견 Buy를 유지하며 적정주가는 실적 추정치 변경을 반영, 44만원으로 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	16,477.2	776.6	370.2	27,803	16.7	232,686	13.2	1.6	10.5	10.9	174.6
2018	18,670.1	832.7	875.2	58,706	100.0	291,963	5.6	1.1	10.2	21.5	166.8
2019E	22,699.3	880.7	303.9	19,875	-64.1	307,606	13.7	0.9	7.3	6.2	199.6
2020E	24,804.7	1,034.0	387.0	25,395	56.9	327,802	10.7	0.8	6.3	7.4	188.6
2021E	26,939.1	1,149.4	446.4	29,341	15.7	351,625	9.3	0.8	5.8	8.0	173.0

표1 CJ제일제당 분기별 실적 추이													
(십억원, %)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>16,477.2</b>	<b>4,348.6</b>	<b>4,453.7</b>	<b>4,945.6</b>	<b>4,922.1</b>	<b>18,670.1</b>	<b>5,017.8</b>	<b>5,515.3</b>	<b>5,881.5</b>	<b>6,284.7</b>	<b>22,699.3</b>	<b>24,804.7</b>	<b>26,939.1</b>
가공식품	3,129.4	853.5	769.5	972.1	843.0	3,438.1	1,024.2	928.9	1,117.9	969.5	4,040.5	4,404.1	4,756.4
-쉬완스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	245.9	608.0	418.0	828.1	2,100.0	2,163.0	2,227.9
소재식품	1,961.4	462.7	459.7	484.2	427.0	1,833.6	450.4	418.0	489.0	431.3	1,788.7	1,870.5	1,889.2
제약	513.7	114.6	0.0	0.0	0.0	114.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
해외 바이오	2,167.9	592.0	614.1	735.7	773.9	2,715.7	589.4	742.2	703.9	782.4	2,817.9	2,757.3	2,757.3
사료	2,112.8	489.4	524.2	553.0	606.6	2,173.2	500.8	489.3	580.7	636.9	2,207.7	2,396.0	2,515.8
대한통운/기타	6,592.0	1,836.4	2,086.2	2,200.6	2,271.6	8,394.9	2,207.1	2,328.9	2,572.0	2,636.6	9,744.6	11,213.8	12,792.5
(% YoY)	13.1	12.5	13.9	12.1	14.7	13.3	15.4	23.8	18.9	27.7	21.6	9.3	8.6
가공식품	14.1	9.3	8.3	7.6	14.7	9.9	20.0	20.7	15.0	15.0	17.5	9.0	8.0
-쉬완스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	3.0
소재식품	4.9	-14.3	-1.3	-9.7	1.7	-6.5	-2.7	-9.1	1.0	1.0	-2.4	4.6	1.0
제약	-0.1	-6.8	-100.0	-100.0	-100.0	-77.7	-	-	-	-	-	-	-
해외 바이오	20.3	30.3	30.0	28.8	15.6	25.3	-0.4	20.9	-4.3	1.1	3.8	-2.1	0.0
사료	5.0	-2.5	-4.1	4.7	13.2	2.9	2.3	-6.7	5.0	5.0	1.6	8.5	5.0
대한통운/기타	17.3	25.2	31.9	26.8	25.7	27.3	20.2	11.6	16.9	16.1	16.1	15.1	14.1
<b>영업이익</b>	<b>776.6</b>	<b>210.3</b>	<b>184.6</b>	<b>265.2</b>	<b>172.7</b>	<b>832.7</b>	<b>179.1</b>	<b>175.3</b>	<b>283.3</b>	<b>243.0</b>	<b>880.7</b>	<b>1,034.0</b>	<b>1,149.4</b>
가공식품	314.0	96.0	48.6	98.0	29.9	272.5	69.0	19.3	73.0	29.9	191.2	264.2	333.0
-쉬완스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13.9	16.7	28.0	38.0	96.6	97.3	100.3
소재식품	48.7	20.8	20.0	41.2	3.0	85.0	18.0	18.0	44.0	5.2	85.2	93.5	94.5
제약	81.4	12.0	0.0	0.0	0.0	12.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
해외바이오	136.6	48.4	44.9	54.4	46.4	194.1	52.4	59.4	63.6	69.4	244.7	271.4	271.4
사료	-24.4	-6.5	17.7	17.5	24.9	53.6	-9.7	-7.8	2.9	19.1	4.5	4.7	4.9
대한통운/기타	220.3	39.6	53.4	54.1	68.5	215.6	35.5	69.8	71.8	81.5	258.4	302.8	345.4
(% YoY)	-7.9	9.2	12.3	-1.5	14.8	7.2	-14.8	-5.0	6.8	40.8	5.8	17.4	11.2
가공식품	16.5	5.7	-25.8	-18.2	-21.0	-13.2	-28.1	-60.3	-25.5	0.0	-29.8	38.2	26.0
-쉬완스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
소재식품	-40.9	137.7	569.8	-11.8	-130.8	74.6	-13.6	-10.0	6.9	72.9	0.3	9.8	1.0
제약	19.9	-33.7	-100.0	-100.0	-100.0	-85.3	-100.0	-	-	-	-	-	-
해외 바이오	-3.8	61.9	87.1	78.4	-11.1	42.1	8.3	32.2	16.8	49.5	26.1	10.9	0.0
사료	-138.9	91.2	-381.0	-373.4	-400.0	-319.7	49.2	-144.2	-83.4	-23.3	-91.6	5.0	5.0
대한통운/기타	0.5	-18.0	-11.4	-8.5	30.1	-2.2	-10.4	30.6	32.7	19.0	19.9	17.2	14.1
<b>영업이익률(%)</b>	<b>4.7</b>	<b>4.8</b>	<b>4.1</b>	<b>5.4</b>	<b>3.5</b>	<b>4.5</b>	<b>3.9</b>	<b>3.9</b>	<b>3.9</b>	<b>3.9</b>	<b>3.9</b>	<b>4.2</b>	<b>4.3</b>
가공식품	10.0	11.2	6.3	10.1	3.5	7.9	6.7	2.1	6.5	3.1	4.7	6.0	7.0
-쉬완스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
소재식품	2.5	4.5	4.4	8.5	0.7	4.6	4.0	4.3	9.0	1.2	4.8	5.0	5.0
제약	15.8	10.5	0.0	0.0	0.0	10.5	-	-	-	-	-	-	-
해외 바이오	6.3	8.2	7.3	7.4	6.0	7.1	8.9	8.0	9.0	8.9	8.7	9.8	9.8
사료	-1.2	-1.3	3.4	3.2	4.1	2.5	-1.9	-1.6	0.5	3.0	0.2	0.2	0.2
대한통운/기타	3.3	2.2	2.6	2.5	3.0	2.6	1.6	3.0	2.8	3.1	2.6	2.7	2.7
<b>지배순이익</b>	<b>370.2</b>	<b>62.5</b>	<b>758.5</b>	<b>108.0</b>	<b>-53.8</b>	<b>875.2</b>	<b>40.9</b>	<b>16.2</b>	<b>137.5</b>	<b>109.3</b>	<b>303.9</b>	<b>387.0</b>	<b>446.4</b>
(% YoY)	34.2	-23.8	3,486.2	-57.9	-606.3	136.4	-34.6	-97.9	27.3	-303.1	-65.3	27.3	15.3

자료: CJ제일제당, 메리츠증권리서치센터

표2 CJ제일제당 SOTP Valuation 적정주가 산출

(억원, 원, 천주)	가치산정	비고
<b>영업가치 (A)</b>	112,051	
- 가공식품	46,174	20F EV/EBITDA 배수 10.9 배 (네슬레 M&A 성장기 평균)
- 소재식품	11,360	20F EV/EBITDA 배수 7.6 배 (가공식품 밸류에이션 *70%)
- 해외바이오	32,396	20F EV/EBITDA 배수 7.6 배 (가공식품 밸류에이션*70%)
- 생물자원	3,023	20F EV/EBITDA 배수 7.6 배 (가공식품 밸류에이션*70%)
- 쉬완스	19,097	20F EV/EBITDA 배수 10.9 배 (네슬레 M&A 성장기 평균)
<b>비영업가치 (B)</b>	14,751	
- 부동산 가치	6,000	김포/영등포 공장 부동산 예상매각가 30% 할인
- 삼성생명	0	
- 대한통운	8,751	지분율 40% 시가기준 30% 할인
<b>순차입금 (C)</b>	68,000	쉬완스 인수 관련 보수적 가정
<b>우선주 (D)</b>	1,540	우선주 시가총액
총기업가치	58,262	
주식 수 (천주)	13,162	
<b>적정주가</b>	<b>435,056</b>	<b>적정주가 44 만원</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## CJ 제일제당 (097950)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>16,477.2</b>	<b>18,670.1</b>	<b>22,699.3</b>	<b>24,804.7</b>	<b>26,939.1</b>
매출액증가율 (%)	13.1	13.3	21.6	9.3	8.6
매출원가	12,922.5	15,126.5	18,542.3	20,328.0	22,077.1
매출총이익	3,554.7	3,543.6	4,157.0	4,476.8	4,862.0
판매관리비	2,778.1	2,710.9	3,276.3	3,442.8	3,712.6
<b>영업이익</b>	<b>776.6</b>	<b>832.7</b>	<b>880.7</b>	<b>1,034.0</b>	<b>1,149.4</b>
영업이익률	4.7	4.5	3.9	4.2	4.3
금융손익	66.8	-252.6	-287.7	-287.7	-287.7
종속/관계기업손익	-4.6	-5.5	60.1	165.9	165.9
기타영업외손익	-254.4	719.5	-168.2	-168.3	-168.3
세전계속사업이익	584.3	1,294.2	484.8	744.0	859.4
법인세비용	171.5	368.8	144.1	212.0	244.9
<b>당기순이익</b>	<b>412.8</b>	<b>925.4</b>	<b>340.7</b>	<b>532.0</b>	<b>614.5</b>
지배주주지분 순이익	370.2	875.2	303.9	387.0	446.4

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,180.8</b>	<b>471.4</b>	<b>2,213.0</b>	<b>2,061.9</b>	<b>2,057.2</b>
당기순이익(손실)	412.8	925.4	340.7	532.0	614.5
유형자산상각비	467.4	523.2	1,331.2	1,425.5	1,346.2
무형자산상각비	98.6	117.4	169.2	179.2	172.2
운전자본의 증감	-23.8	-754.0	239.7	-74.7	-75.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,463.9</b>	<b>-1,034.6</b>	<b>-2,953.6</b>	<b>-955.5</b>	<b>-856.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1,450.4	-1,675.4	-1,346.9	-900.0	-800.0
투자자산의감소(증가)	387.2	-120.9	-70.7	-57.6	-58.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>265.4</b>	<b>521.0</b>	<b>2,074.9</b>	<b>-594.4</b>	<b>-994.3</b>
차입금의 증감	498.6	833.6	3,753.7	-538.3	-938.1
자본의 증가	-91.4	588.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-53.5	-43.3	1,343.7	512.0	206.3
기초현금	644.4	590.9	547.6	1,891.2	2,403.2
기말현금	590.9	547.6	1,891.2	2,403.2	2,609.5

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>4,963.5</b>	<b>5,522.4</b>	<b>8,243.2</b>	<b>9,344.4</b>	<b>10,148.0</b>
현금및현금성자산	590.9	547.6	1,891.2	2,403.2	2,609.5
매출채권	2,254.3	2,558.2	3,266.4	3,569.4	3,876.5
재고자산	1,303.5	1,497.6	1,912.2	2,089.6	2,269.4
<b>비유동자산</b>	<b>11,904.7</b>	<b>13,974.6</b>	<b>17,410.2</b>	<b>16,738.1</b>	<b>16,053.1</b>
유형자산	8,179.4	9,741.7	10,441.0	9,890.5	9,319.3
무형자산	2,758.1	3,069.9	4,626.7	4,447.6	4,275.4
투자자산	429.4	550.3	621.0	678.6	736.9
<b>자산총계</b>	<b>16,868.1</b>	<b>19,497.0</b>	<b>25,653.4</b>	<b>26,082.5</b>	<b>26,201.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>5,496.9</b>	<b>6,680.4</b>	<b>8,941.3</b>	<b>9,289.1</b>	<b>9,641.8</b>
매입채무	1,291.8	1,351.5	1,725.6	1,885.7	2,047.9
단기차입금	1,913.7	2,624.8	3,747.0	3,747.0	3,747.0
유동성장기부채	914.6	1,118.3	1,443.8	1,443.8	1,443.8
<b>비유동부채</b>	<b>5,227.4</b>	<b>5,508.4</b>	<b>8,150.2</b>	<b>7,755.6</b>	<b>6,963.2</b>
사채	3,311.7	3,259.2	3,965.0	3,465.0	2,665.0
장기차입금	949.9	890.8	1,187.5	1,137.5	987.5
<b>부채총계</b>	<b>10,724.3</b>	<b>12,188.8</b>	<b>17,091.5</b>	<b>17,044.7</b>	<b>16,605.0</b>
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
기타포괄이익누계액	-210.1	-224.1	-159.4	-159.4	-159.4
이익잉여금	2,903.4	3,694.3	3,885.9	4,216.7	4,607.0
비지배주주지분	2,768.9	2,525.4	3,522.9	3,667.8	3,835.9
<b>자본총계</b>	<b>6,143.9</b>	<b>7,308.2</b>	<b>8,562.0</b>	<b>9,037.8</b>	<b>9,596.1</b>

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	1,251,324	1,259,169	1,507,840	1,647,694	1,789,475
EPS(지배주주)	27,803	58,706	19,875	25,395	29,341
CFPS	99,976	94,964	138,731	156,011	157,948
EBITDAPS	101,956	99,366	158,170	175,274	177,212
BPS	232,686	291,963	307,606	327,802	351,625
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
배당수익률(%)	0.8	1.1	1.3	1.3	1.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	13.2	5.6	13.7	10.7	9.3
PCR	3.7	3.5	2.0	1.7	1.7
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	1.6	1.1	0.9	0.8	0.8
EBITDA	1,342.5	1,473.3	2,381.1	2,638.6	2,667.8
EV/EBITDA	10.5	10.2	7.3	6.3	5.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	10.9	21.5	6.2	7.4	8.0
EBITDA 이익률	8.1	7.9	10.5	10.6	9.9
부채비율	174.6	166.8	199.6	188.6	173.0
금융비용부담률	1.2	1.3	1.7	2.2	2.1
이자보상배율(x)	3.8	3.4	2.3	1.9	2.1
매출채권회전율(x)	7.7	7.8	7.8	7.3	7.2
재고자산회전율(x)	12.8	13.3	13.3	12.4	12.4

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 8월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 8월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 김정욱, 최윤희)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	항후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상 Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
<b>산업</b>	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**CJ 제일제당 (097950) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.09.18	산업분석	Buy	510,000	김정욱	-30.4	-27.1	
2017.10.18	산업분석	Buy	510,000	김정욱	-29.7	-26.1	
2017.11.09	기업브리프	Buy	510,000	김정욱	-27.7	-18.4	
2017.12.05	산업분석	Buy	510,000	김정욱	-30.0	-18.4	
2018.05.11	기업브리프	Buy	510,000	김정욱	-30.1	-18.4	
2018.06.07	산업분석	Buy	510,000	김정욱	-30.4	-18.4	
2018.07.30	산업분석	Buy	510,000	김정욱	-30.5	-18.4	
2018.08.07	1년 경과				-33.0	-32.6	
2018.08.09	기업브리프	Buy	510,000	김정욱	-34.1	-30.6	
2018.10.08	산업분석	Buy	510,000	김정욱	-34.4	-30.6	
2018.10.29	산업브리프	Buy	510,000	김정욱	-34.6	-30.6	
2018.11.09	기업브리프	Buy	510,000	김정욱	-34.2	-29.1	
2018.11.21	산업분석	Buy	510,000	김정욱	-34.0	-29.1	
2018.12.06	산업분석	Buy	510,000	김정욱	-33.9	-29.1	
2019.02.15	기업브리프	Buy	510,000	김정욱	-34.6	-29.1	
2019.05.07	산업분석	Buy	510,000	김정욱	-37.0	-29.1	
2019.08.07	1년 경과				-47.3	-46.7	
2019.08.09	기업브리프	Buy	440,000	김정욱	-	-	