

# CJ제일제당

**BUY(유지)**

097950 기업분석 | 음식료

목표주가(유지)	415,000원	현재주가(08/08)	272,000원	Up/Downside	+52.6%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 08. 09

## 실망스런 실적, 그러나 버릴 수 없는 카드

### News

**2Q19 실적 Review:** 2Q19 대한통운 제외기준 매출액은 34.6%YoY증가한 31,864억원, 영업이익은 19.7%YoY감소한 1,054억원을 기록했다. 매출액은 당사 추정치에 부합했지만 영업이익은 26.9%하회하는 부진을 보였다. 대한통운 포함 연결기준 매출액은 23.8%YoY증가한 55,153억원, 영업이익은 5%YoY감소한 1,753억원으로 컨센서스를 11.1%하회했다.

### Comment

**부진한 2Q19 실적의 원인은 가공식품과 사료부문이 원인:** 예상치를 하회하는 실적은 주로 식품부문 수익성 부진(OP% -2.8%pt)과 사료사업 적자 때문인(-80억원) 것으로 판단한다. 바이오 부문 영업이익은 핵산, 트립토판, 셀렉타의 실적호조로 양호한 개선세를 보였다(OP +32%YoY). 전년대비 식품 영업이익률 하락은 주로 진천공장 가동에 따른 고정비 증가(80억원 내외)와 신규 가공식품 출시에 따른 판관비 증가, 쉬완즈 흡수과정에서 발생하는 실사비용(44억원) 등 때문인 것으로 추정된다. 사료사업의 적자는 동남아시아 지역의 1차 상품시장의 변동성 확대 때문이다.

### Action

**실적 부진으로 Top pick에서 제외, 그러나 버릴 수 없는 주식:** HMR중심으로 빠르게 변화하는 국내 식품시장 소비 패턴 변화에 가장 잘 대응하고 있다. 쉬완즈의 매출은 예상보다 고성장이며 실사비용 반영후 2020년 빠른 실적 개선과 시너지 효과가 기대된다. 사료부문 변동성이 아쉽지만 바이오 부문의 영업실적은 매우 안정화됐다. 최근 실적 부진을 반영하여 음식료 Top pick에서 제외하지만 식품시장에서의 막강한 시장점유율 상승을 감안하여 투자의견 BUY를 자속한다. 목표주가는 20년 예상 실적에 Target P/E 17.5배를 적용했고 업종평균 대비 15%Valuation 프리미엄을 적용한 것이다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고 266,000/361,500원
<b>매출액</b>	16,477	18,670	22,492	24,340	25,766	KOSDAQ /KOSPI 585/1,921pt
(증가율)	13.1	13.3	20.5	8.2	5.9	시가총액 40,947억원
영업이익	777	833	861	1,062	1,170	60일-평균거래량 27,347
(증가율)	-7.9	7.2	3.4	23.3	10.2	외국인지분율 21.7%
자배주주순이익	370	875	234	359	425	60일-외국인지분율변동추이 +0.8%p
EPS	27,803	58,706	15,259	23,502	27,933	주요주주 CJ 외 8 인 45.5%
PER (H/L)	15.0/12.0	6.7/5.2	17.8	11.6	9.7	(천원) (pt)
PBR (H/L)	1.8/1.4	1.3/1.1	0.9	0.8	0.8	CJ제일제당(최) KOSPI지수대비(우)
EV/EBITDA (H/L)	11.1/10.2	10.7/9.6	8.1	7.1	6.6	500
영업이익률	4.7	4.5	3.8	4.4	4.5	0
ROE	10.9	21.5	4.8	7.0	7.8	18/08 18/11 19/03 19/06 0
주가상승률					1M 3M 12M	
절대기준					-5.9 -12.4 -19.9	
상대기준					1.2 -1.1 -4.0	

도표 1. CJ제일제당 2Q19 실적 Review

(단위: 억원 %)

		2Q19P	2Q18	%YoY	DB추정	%차이	컨센서스	%차이
대한통운제외	매출액	31,864	23,675	34.6	31,557	1.0	-	-
	영업이익	1,054	1,312	-19.7	1,441	-26.9	-	-
연결기준	매출액	55,153	44,537	23.8	55,165	-0.0	54,652	0.9
	영업이익	1,753	1,846	-5.0	1,961	-10.6	1,972	-11.1
	당기순이익	395	7,834	-95.0	881	-55.2	766	-48.4
	지배주주순이익	162	7,584	-97.9	820	-80.2	761	-78.7

자료: DB금융투자, 공정공시

도표 2. CJ제일제당 연결기준 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
대한통운 제외	매출액	25,122	23,675	27,450	26,505	28,107	31,864	36,016	34,156	102,752	130,144	140,225
제외	식품부문	13,162	12,292	14,564	12,700	17,205	19,549	22,777	20,677	52,717	59,208	65,164
	가공	8,535	7,695	9,721	8,430	12,701	15,369	17,862	16,325	34,381	62,257	70,833
	-쉬완즈외 가공	8,535	7,695	9,721	8,430	10,327	9,289	11,762	9,878	34,381	41,257	47,033
	-쉬완즈	-	-	-	-	2,374	6,080	6,100	6,446	-	21,000	23,800
	소재	4,627	4,597	4,842	4,270	4,504	4,180	4,915	4,352	18,336	17,951	18,130
	바이오부문	10,814	11,383	12,887	13,805	10,902	12,315	13,239	13,478	48,889	49,935	51,262
	바이오	5,920	6,141	7,357	7,739	5,894	7,422	7,488	7,160	27,157	27,964	28,961
	생물자원	4,894	5,242	5,530	6,066	5,008	4,893	5,751	6,319	21,732	21,971	22,301
	제약	1,146	-	-	-	-	-	-	-	1,146	-	-
	영업이익	1,707	1,312	2,111	1,042	1,436	1,054	2,232	1,331	6,173	6,067	7,356
	식품부문	1,168	686	1,392	329	1,009	540	1,739	979	3,575	4,267	5,267
	-쉬완즈외 식품	1,168	686	1,392	329	893	373	1,117	340	3,575	3,167	3,917
	-쉬완즈	-	-	-	-	116	167	366	451	-	1,100	1,350
	바이오부문	419	626	719	713	427	514	493	352	2,477	1,800	2,089
	바이오	484	449	544	464	524	594	556	420	1,941	2,108	2,201
	생물자원	-65	177	175	249	-97	-80	-63	-68	536	-308	-112
	제약	120	-	-	-	-	-	-	-	120	-	-
	영업이익률	6.8	5.5	7.7	3.9	5.1	3.3	6.2	3.9	6.0	4.7	5.2
	식품부문	8.9	5.6	9.6	2.6	5.9	2.8	7.6	4.7	6.8	7.2	8.1
	바이오부문	3.9	5.5	5.6	5.2	3.9	4.2	3.7	2.6	5.1	3.6	4.1
	바이오	8.2	7.3	7.4	6.0	8.9	8.0	7.4	5.9	7.1	7.5	7.6
	생물자원	-1.3	3.4	3.2	4.1	-1.9	-1.6	-1.1	-1.1	2.5	-1.4	-0.5
연결기준	매출액	43,486	44,537	49,456	49,221	50,178	55,153	60,093	59,496	186,701	224,921	243,404
	영업이익	2,103	1,846	2,652	1,727	1,791	1,753	2,942	2,108	8,327	8,607	10,617
	세전이익	1,122	10,481	1,624	-285	765	443	1,726	721	12,942	3,668	5,645
	당기순이익	721	7,834	1,208	-509	409	395	1,260	526	9,254	2,605	4,121
	지배주주 순이익	625	7,585	1,080	-538	409	162	1,134	639	8,752	2,344	3,585

자료: DB금융투자, CJ제일제당

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>4,963</b>	<b>5,522</b>	<b>5,607</b>	<b>5,822</b>	<b>6,015</b>
현금및현금성자산	591	548	256	175	151
매출채권및기타채권	2,445	2,742	2,942	3,107	3,212
재고자산	1,304	1,498	1,666	1,790	1,895
<b>비유동자산</b>	<b>11,905</b>	<b>13,975</b>	<b>14,420</b>	<b>14,762</b>	<b>15,129</b>
유형자산	8,179	9,742	10,369	10,769	11,191
무형자산	2,758	3,070	2,953	2,894	2,839
투자자산	429	550	486	486	486
<b>자산총계</b>	<b>16,868</b>	<b>19,497</b>	<b>20,527</b>	<b>20,583</b>	<b>21,144</b>
<b>유동부채</b>	<b>5,497</b>	<b>6,680</b>	<b>7,006</b>	<b>7,207</b>	<b>7,335</b>
매입채무및기타채무	2,299	2,288	2,641	2,856	3,000
단기应付및당기차채	1,914	2,625	2,615	2,605	2,595
유동성장기부채	915	1,118	1,108	1,103	1,098
<b>비유동부채</b>	<b>5,227</b>	<b>5,508</b>	<b>5,508</b>	<b>5,508</b>	<b>5,508</b>
사채및장기차입금	4,262	4,150	4,150	4,150	4,150
<b>부채총계</b>	<b>10,724</b>	<b>12,189</b>	<b>12,515</b>	<b>12,715</b>	<b>12,843</b>
자본금	73	82	82	82	82
자본잉여금	833	1,412	1,412	1,412	1,412
이익잉여금	2,903	3,694	3,873	4,175	4,544
비자본주자분	2,769	2,525	2,551	2,605	2,669
<b>자본총계</b>	<b>6,144</b>	<b>7,308</b>	<b>7,513</b>	<b>7,868</b>	<b>8,301</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>1,181</b>	<b>471</b>	<b>1,423</b>	<b>1,593</b>	<b>1,737</b>
당기순이익	413	925	260	412	489
현금유동이없는비용및수익	904	483	1,296	1,412	1,502
유형및무형자산상각비	566	641	924	990	1,050
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>-24</b>	<b>-754</b>	<b>-27</b>	<b>-79</b>	<b>-72</b>
매출채권및기타채권의감소	-273	-20	-199	-165	-105
재고자산의감소	8	-374	-168	-124	-105
매입채무및기타채무의증가	401	-166	353	215	143
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-1,464</b>	<b>-1,035</b>	<b>-1,357</b>	<b>-1,322</b>	<b>-1,411</b>
CAPEX	-1,450	-1,675	-1,434	-1,281	-1,368
투자자산의순증	387	-121	64	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>265</b>	<b>521</b>	<b>-357</b>	<b>-352</b>	<b>-351</b>
사채및자본증가의증가	499	834	-20	-15	-15
자본금및자본잉여금의증가	-91	588	0	0	0
배당금지급	-35	-43	-56	-56	-56
기타현금흐름	-36	-1	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>-54</b>	<b>-43</b>	<b>-292</b>	<b>-81</b>	<b>-24</b>
기초현금	644	591	548	256	175
기말현금	591	548	256	175	151

자료: CJ 제일제당, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>16,477</b>	<b>18,670</b>	<b>22,492</b>	<b>24,340</b>	<b>25,766</b>
매출원가	12,922	15,126	18,054	19,543	20,661
<b>매출총이익</b>	<b>3,555</b>	<b>3,544</b>	<b>4,438</b>	<b>4,798</b>	<b>5,105</b>
판관비	2,778	2,711	3,577	3,736	3,935
영업이익	777	833	861	1,062	1,170
EBITDA	1,343	1,473	1,785	2,051	2,221
<b>영업외손익</b>	<b>-192</b>	<b>462</b>	<b>-494</b>	<b>-497</b>	<b>-501</b>
금융순익	67	-253	-300	-303	-306
투자순익	-5	-5	-7	-7	-7
기타영업외손익	-254	720	-187	-187	-188
<b>세전이익</b>	<b>584</b>	<b>1,294</b>	<b>367</b>	<b>564</b>	<b>670</b>
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>413</b>	<b>925</b>	<b>260</b>	<b>412</b>	<b>489</b>
자비주주지분순이익	370	875	234	359	425
비자비주주지분순이익	43	50	26	54	64
<b>총포괄이익</b>	<b>-52</b>	<b>889</b>	<b>260</b>	<b>412</b>	<b>489</b>
증감률(%YoY)					
매출액	13.1	13.3	20.5	8.2	5.9
영업이익	-7.9	7.2	3.4	23.3	10.2
EPS	34.3	111.1	-74.0	54.0	18.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	27,803	58,706	15,259	23,502	27,933
BPS	232,686	291,963	302,846	321,303	343,833
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	13.2	5.6	17.8	11.6	9.7
P/B	1.6	1.1	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.5	10.2	8.1	7.1	6.6
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	47	45	38	44	45
EBITDA마진	8.1	7.9	7.9	8.4	8.6
순이익률	2.5	5.0	1.2	1.7	1.9
ROE	10.9	21.5	4.8	7.0	7.8
ROA	2.5	5.1	1.3	2.0	2.3
ROIC	4.5	4.3	4.0	4.9	5.3
<b>안정성및기타</b>					
부채비율(%)	174.6	166.8	166.6	161.6	154.7
이자보상배율(배)	3.8	3.4	3.1	3.8	4.2
배당성향(배)	9.3	5.6	19.7	12.5	10.5

주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가 기준으로 산출되었습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2019-06~30 기준) - 매수(15.5%), 중립(18.5%), 매도(0.0%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			평균	최고/최저
17/10/13	Buy	465,000	-18.7 -10.8				
17/11/21	Buy	500,000	-24.5 -17.5				
18/02/09	Buy	450,000	-24.6 -15.2				
18/09/04	Buy	490,000	-31.4 -26.2				
19/02/15	Buy	415,000	- -				

주: \*표는 담당자 변경

