

CJ제일제당 (097950)

3Q19 Pre: 낮아지는 눈높이

3Q19 Pre: 시장 기대치 하회 예상

3분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6조 586억원(YoY +22.5%), 2,337억원(YoY -11.9%)으로 추정한다. 물류 부문 제외한 매출액 및 영업이익은 각각 3조 6,392억원(YoY +32.6%), 1,587억원(YoY -24.8%)으로 예상한다. '스완즈' 인수 효과를 제외하면 실질적으로 영업이익은 YoY -31.9% 감소할 것으로 추산된다.

① 가공식품 매출은 인수효과 기인해 YoY +83.4% 증가할 것으로 예상된다. 국내는 YoY 높은 한 자리 수, 해외는 YoY +55.5% 매출 성장할 것으로 추산된다. 상반기 이어 3분기 도 쌀가공 등 원가 부담 및 진천공장 고정비 가중 부담 지속 되고 있는 것으로 파악된다. 더불어, 3분기부터 SKU 구조조정을 시작했기 때문에 하반기 재고자산폐기손실이 발생할 수 있다. '쉬안즈'는 무형자산 상각 기인해 영업이익 기여가 예상을 하회할 것으로 전망한다. 상기 감안시 가공식품 영업 마진은 전년 대비 하락이 불가피하다. 인수 효과를 합산하더라도 영업이익은 전년 대비 200억원 이상 감소할 것으로 추정된다. ② 소재 매출액은 전년 대비 소폭 감소할 것으로 추정한다. 영업마진은 전년 수준을 유지할 것으로 예상된다. ③ 바이오('셀렉타' 합산) 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 10.3%, -1.1% 증가할 것으로 예상된다. 기존 아미노산 증익에도 불구하고 '셀렉타'의 전년 높은 베이스가 부담이다. 기존 아미노산 영업이익은 QoQ 소폭 감소할 것으로 추정하는데, 라이신 및 메치오닌 판가 약세에 기인한다. 핵산 증설 물량도 4분기부터 실적에 반영될 것으로 판단된다. ④ 생물 자원은 동남아 ASF 확산 기인해 적자가 불가피할 것이다.

단기 실적 모멘텀 둔화

본업의 실적 회복이 더뎠고 있는 점이 아쉽다. 4분기까지도 실적에 대한 기대치는 낮춰야 할 것으로 판단된다. 가공식품 SKU 구조조정 효과는 빠르면 4분기부터 가시화 되겠으나, '쉬안즈' 무형자산 상각 규모가 관건이다. 바이오는 ASF 확산으로 연말까지 주요 아미노산 판가 약세 흐름이 전망된다. 내년은 기저효과를 기대할 수 있겠다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 370,000원 | CP(10월 11일): 217,000원

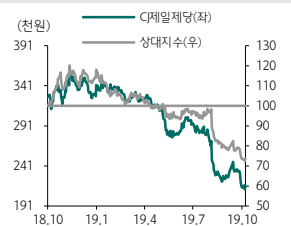
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,044.61
52주 최고/최저(원)	361,500/212,000
시가총액(십억원)	3,266.8
시가총액비중(%)	0.27
발행주식수(천주)	15,054.2
60일 평균 거래량(천주)	44.2
60일 평균 거래대금(십억원)	10.6
19년 배당금(예상, 원)	3,500
19년 배당수익률(예상, %)	1.61
외국인지분율(%)	21.69
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 8 인	45.51
국민연금공단	12.30
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.3) (33.1) (30.4)
상대	(7.1) (27.2) (27.6)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	22,453.5	24,447.9
영업이익(십억원)	835.6	1,011.3
순이익(십억원)	286.9	433.1
EPS(원)	14,373	21,765
BPS(원)	310,718	328,967

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	16,477.2	18,670.1	22,569.0	24,400.8	26,108.8
영업이익	십억원	776.6	832.7	789.9	1,015.5	1,138.8
세전이익	십억원	584.3	1,294.2	336.0	570.3	702.3
순이익	십억원	370.2	875.2	190.4	329.6	406.9
EPS	원	25,536	54,173	11,625	20,121	24,838
증감률	%	34.1	112.1	(78.5)	73.1	23.4
PER	배	14.33	6.10	18.67	10.78	8.74
PBR	배	1.53	1.11	0.71	0.67	0.63
EV/EBITDA	배	10.55	10.16	9.38	8.05	7.41
ROE	%	10.91	21.46	3.93	6.52	7.58
BPS	원	239,601	298,085	306,282	322,976	344,386
DPS	원	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500



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

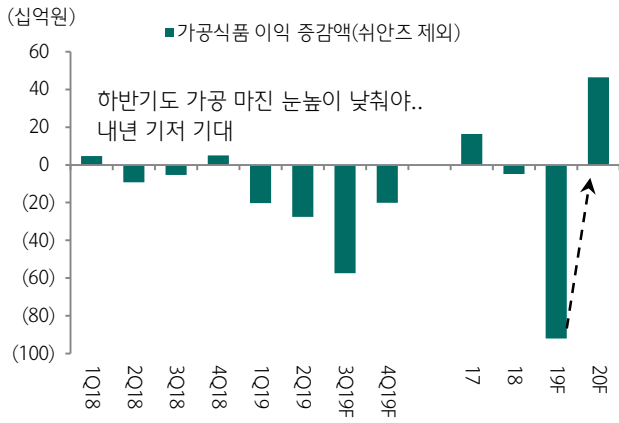
표 1. C제일제당 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
매출액	4,348.6	4,453.7	4,945.6	4,922.2	5,017.8	5,515.3	6,058.6	5,977.4	18,670.1	22,569.0	24,400.8
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	1,783.2	1,648.0	3,438.1	6,238.2	6,915.3
- 국내	698.9	630.9	796.6	643.0	810.7	704.9	860.3	688.0	2,769.3	3,063.9	3,370.3
- 해외	154.6	138.6	175.5	200.0	219.1	224.0	272.9	280.0	668.8	996.0	1,245.0
- 쉬안즈					240.3	608.0	650.0	680.0		2,178.3	1,938.0
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%	22.5%	21.4%	13.3%	20.9%	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%	8.0%	7.0%	9.9%	81.4%	10.9%
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	233.7	201.8	832.7	789.9	1,015.5
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	94.3	49.4	276.5	257.0	350.8
③ 바이오	48.4	44.9	54.4	46.4	52.4	59.3	53.8	60.4	194.1	225.9	244.0
④ 생물자원	(6.5)	17.7	17.5	24.9	(9.7)	(7.9)	(11.5)	0.0	53.6	(29.1)	22.6
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%	-11.9%	16.9%	7.2%	-5.1%	28.6%
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%	-19.1%	93.0%	-1.7%	-7.0%	36.5%
③ 바이오	61.9%	87.1%	78.4%	-11.1%	8.3%	32.1%	-1.1%	30.2%	42.1%	16.4%	8.0%
④ 생물자원	N/A	T/B	T/B	T/B	N/A	T/R	T/R	-100.0%	-319.7%	-154.3%	-177.7%
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%	3.9%	3.4%	4.5%	3.5%	4.2%
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%	5.3%	3.0%	8.0%	4.1%	5.1%
③ 바이오	8.2%	7.3%	7.4%	6.0%	8.9%	8.0%	6.6%	7.4%	7.1%	7.6%	7.6%
④ 생물자원	-1.3%	3.4%	3.2%	4.1%	-1.9%	-1.6%	-2.0%	0.0%	2.5%	-1.3%	1.0%
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	113.7	101.5	1,294.2	336.0	570.3
YoY	-10.4%	1393.2%	-55.4%	-216.4%	-31.8%	-95.8%	-30.0%	-456.0%	121.5%	-74.0%	69.7%
(지배)순이익	62.5	758.5	108.0	-53.8	40.9	16.2	71.5	61.8	875.2	190.4	329.6
YoY	-23.8%	3486.2%	-57.9%	-606.3%	-34.6%	-97.9%	-33.8%	-214.8%	136.4%	-78.2%	73.1%
NPM	1.4%	17.0%	2.2%	-1.1%	0.8%	0.3%	1.2%	1.0%	4.7%	0.8%	1.4%

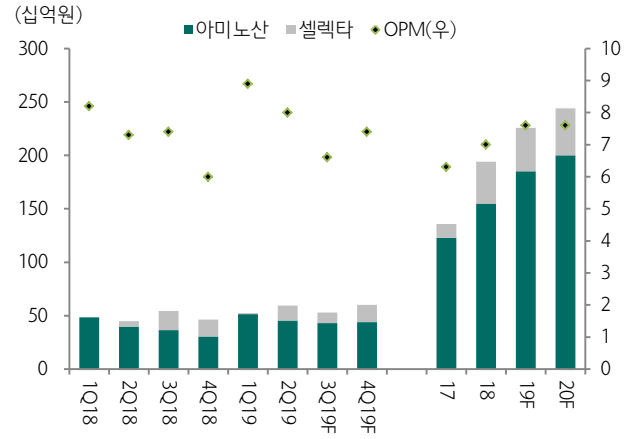
자료: 하나금융투자

그림 1. 가공식품 내년 기저효과 기대 가능



자료: 하나금융투자

그림 2. 바이오 QoQ 감익 예상



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

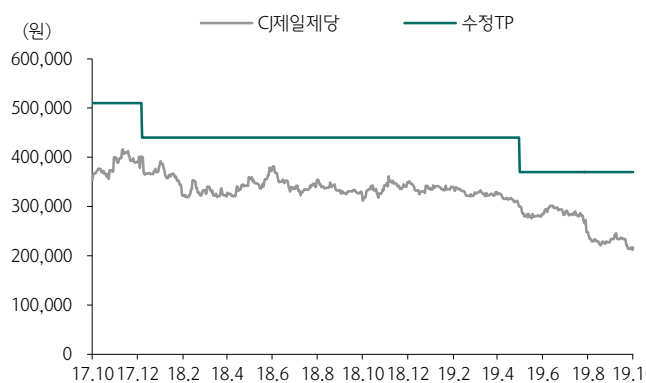
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	16,477.2	18,670.1	22,569.0	24,400.8	26,108.8
매출원가	12,922.5	15,126.5	18,492.6	19,969.2	21,340.9
매출총이익	3,554.7	3,543.6	4,076.4	4,431.6	4,767.9
판매비	2,778.1	2,710.9	3,286.5	3,416.1	3,629.1
영업이익	776.6	832.7	789.9	1,015.5	1,138.8
금융손익	66.8	(252.6)	(161.4)	(165.0)	(162.1)
중속/관계기업손익	(4.6)	(5.5)	(36.6)	(37.2)	(43.4)
기타영업외손익	(254.4)	719.5	(255.9)	(243.1)	(230.9)
세전이익	584.3	1,294.2	336.0	570.3	702.3
법인세	171.5	368.8	106.5	182.5	223.6
계속사업이익	412.8	925.4	229.6	387.8	478.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	412.8	925.4	229.6	387.8	478.7
비지배주주지분 순이익	42.6	50.2	39.1	58.2	71.8
지배주주순이익	370.2	875.2	190.4	329.6	406.9
지배주주지분포괄이익	14.5	826.6	179.1	302.5	373.4
NOPAT	548.6	595.4	539.7	690.5	776.2
EBITDA	1,342.5	1,473.3	1,452.4	1,690.0	1,827.6
성장성(%)					
매출액증가율	13.1	13.3	20.9	8.1	7.0
NOPAT증가율	(2.8)	8.5	(9.4)	27.9	12.4
EBITDA증가율	(2.4)	9.7	(1.4)	16.4	8.1
영업이익증가율	(7.9)	7.2	(5.1)	28.6	12.1
(지배주주)순이익증가율	34.2	136.4	(78.2)	73.1	23.5
EPS증가율	34.1	112.1	(78.5)	73.1	23.4
수익성(%)					
매출총이익률	21.6	19.0	18.1	18.2	18.3
EBITDA이익률	8.1	7.9	6.4	6.9	7.0
영업이익률	4.7	4.5	3.5	4.2	4.4
계속사업이익률	2.5	5.0	1.0	1.6	1.8
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	25,536	54,173	11,625	20,121	24,838
BPS	239,601	298,085	306,282	322,976	344,386
CFPS	90,821	87,161	70,440	85,692	94,445
EBITDAPS	92,619	91,201	88,662	103,166	111,561
SPS	1,136,731	1,155,703	1,377,705	1,489,520	1,593,787
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
주가지표(배)					
PER	14.3	6.1	18.7	10.8	8.7
PBR	1.5	1.1	0.7	0.7	0.6
PCFR	4.0	3.8	3.1	2.5	2.3
EV/EBITDA	10.5	10.2	9.4	8.1	7.4
PSR	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	10.9	21.5	3.9	6.5	7.6
ROA	2.3	4.8	1.0	1.6	1.9
ROIC	4.5	4.2	3.4	4.2	4.7
부채비율	174.6	166.8	173.3	170.4	165.5
순부채비율	103.7	99.8	102.4	97.3	90.6
이자보상배율(배)	3.8	3.4	3.0	3.9	4.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	4,963.5	5,522.4	6,128.5	6,621.5	7,156.6
금융자산	835.4	741.1	349.1	373.2	471.1
현금성자산	590.9	547.6	115.2	120.3	200.5
매출채권 등	2,445.2	2,742.3	3,315.0	3,584.0	3,834.9
재고자산	1,303.5	1,497.6	1,810.4	1,957.3	2,094.3
기타유동자산	379.4	541.4	654.0	707.0	756.3
비유동자산	11,904.7	13,974.6	14,313.7	14,486.8	14,682.5
투자자산	429.4	550.3	651.9	699.6	744.1
금융자산	264.3	281.5	340.3	367.9	393.7
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	612.5	612.6
자산총계	16,868.1	19,497.0	20,442.2	21,108.3	21,839.2
유동부채	5,496.9	6,680.4	7,181.1	7,389.8	7,581.0
금융부채	2,887.0	3,842.1	3,812.8	3,772.5	3,731.6
매입채무 등	2,298.9	2,288.0	2,765.8	2,990.3	3,199.6
기타유동부채	311.0	550.3	602.5	627.0	649.8
비유동부채	5,227.4	5,508.4	5,782.5	5,911.2	6,031.3
금융부채	4,317.5	4,196.0	4,196.0	4,196.0	4,196.0
기타비유동부채	909.9	1,312.4	1,586.5	1,715.2	1,835.3
부채총계	10,724.3	12,188.8	12,963.6	13,301.0	13,612.3
지배주주지분	3,375.0	4,782.8	4,917.2	5,190.6	5,541.3
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	3,828.6	4,102.1	4,452.8
비지배주주지분	2,768.9	2,525.4	2,561.5	2,616.7	2,685.5
자본총계	6,143.9	7,308.2	7,478.7	7,807.3	8,226.8
순금융부채	6,369.1	7,297.0	7,659.7	7,595.3	7,456.5
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,180.8	471.4	853.5	1,130.2	1,238.6
당기순이익	412.8	925.4	229.6	387.8	478.7
조정	791.8	300.0	817.9	833.5	844.9
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	238.0	241.5	238.7
영업활동 자산부채 변동	(23.8)	(754.0)	(194.0)	(91.1)	(85.0)
투자활동 현금흐름	(1,463.9)	(1,034.6)	(941.3)	(770.7)	(804.6)
투자자산감소(증가)	387.2	(120.9)	(104.5)	(50.7)	(47.5)
유형자산감소(증가)	(1,423.7)	(1,648.2)	(900.0)	(800.0)	(840.0)
기타	(427.4)	734.5	63.2	80.0	82.9
재무활동 현금흐름	265.4	521.0	(344.6)	(354.4)	(353.8)
금융부채증가(감소)	498.6	833.6	(29.3)	(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)	(256.8)
배당지급	(35.4)	(42.5)	(56.1)	(56.1)	(56.1)
현금의 증감	(53.5)	(43.3)	(432.4)	5.1	80.2
Unlevered CFO	1,316.5	1,408.1	1,153.9	1,403.8	1,547.2
Free Cash Flow	(269.5)	(1,204.0)	(46.5)	330.2	398.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

C제일제당



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.14	BUY	370,000		
17.12.20	BUY	440,000	-23.07%	-9.43%
17.10.18	BUY	510,000	-24.11%	-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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 11일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 10월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2019년 10월 14일 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.