

## CJ제일제당 (097950)

## 음식료



박은정

02 3770 5597  
eunjung.park@yuantakorea.com

## RA 이광현

02 3770 5733  
kwanghyun.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	370,000원 (D)
현재주가 (10/21)	229,000원
상승여력	62%

시가총액	35,787억원
총발행주식수	16,381,619주
60일 평균 거래대금	110억원
60일 평균 거래량	46,353주
52주 고	361,500원
52주 저	212,000원
외인지분율	21.64%
주요주주	CJ 외 8 인 45.51%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.1)	(19.5)	(31.7)
상대	(0.9)	(18.4)	(28.7)
절대(달러환산)	(0.8)	(19.3)	(34.1)

## 수익성 하락 지속

## 투자의견 BUY, 목표주가 370,000원으로 14% 하향

CJ제일제당에 대한 투자의견 BUY, 유지하나, 목표주가는 기존 429,000원에서 370,000원으로 14% 하향한다. 목표주가의 하향은 1) 가공식품의 수익성 부진, 2) 주요 아미노산 평가 하락에 따른 수익성 하락, 3) ASF 발생에 따른 생물자원 적자 지속 등의 실적 부진 요소로 2019년, 2020년 이익을 각각 11%, 12% 하향 조정함에 기인한다.

3분기는 2분기 보다도 대다수 사업부문의 마진 하락 요소가 불거졌다. <가공식품의 해외부문>을 제외한 대부분의 시장 환경이 열악한 가운데 빠른 회복 또한 낙관하기 어려운 상황이다. 다만, 긍정적인 부분은 국내외 투자로 인한 급격한 수익성 악화에 문제의식을 갖고 이익 체력 개선에 대한 의지가 강해진 점이다. 장기적으로 수익성 부진의 막바지로, 2020년을 목표로 점진적 매수 권고한다.

## 3Q19 Preview: 수익성 하락 지속

CJ제일제당의 3분기 실적은 연결 매출 5조 8,867억원(YoY+19%), 연결 영업이익 2,378억원(YoY-10%)을 달성할 전망으로, 컨센서스 영업이익 2,491억원을 하회하는 실적이 예상된다. CJ 대한통운을 제외한 매출과 영업이익은 각각 3조 4227억원(YoY+25%), 영업이익 1,614억원(YoY-24%) 추정하였으며, 쉬안스의 경우 매출 5,946억원, 영업이익 80억원 반영하였다.

▶식품부문 매출은 전년동기비 48% 성장하고, 영업이익 15% 감소 예상된다. 쉬안스 인수 효과 제외 시 매출은 8% 성장하고 영업이익은 21% 감소 추정한다. ①가공식품은 쉬안스 인수 효과에 따라 전년동기비 75% 성장 예상하며, 내수는 저수익 품목군 디마케팅 효과로 인하여, 상반기(두자리수 성장세) 대비 둔화된 5% 수준의 성장을 기록하는 것으로 파악된다. 해외(쉬안스 제외)의 경우 미국을 필두로 40%에 가까운 성장을 달성 중이다. ②소재 부문은 2분기에 이어 전년동기비 한자리수 감소 흐름 여전한 상황이다. ③주요 원재료 투입가 상승 및 진천공장 고정비 부담으로 전년동기비 식품부문의 수익성을 5.4%(-4.2%p yoy) 추정하였다.

▶생명공학(바이오)은 전년동기 매출과 이익에 반영된 셀렉타 이연효과 영향으로 매출은 전년동기와 유사하고, 영업이익은 7% 감소 추정한다. 핵산은 여전히 평가가 높게 형성되고 있으나, 라이신과 메치오닌의 평가 하락으로 바이오 부분의 수익성은 0.5%p 하락 추정하였다.

▶생물자원 매출은 전년동기비 5% 감소하고, 영업손실 70억원으로 전분기와 유사한 손실 이어질 전망이다. ASF 발생에 따른 영향이 지속 중이다.

## Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	58,867	19.0	6.7	58,858	0.0
영업이익	2,378	-10.3	35.7	2,491	-4.5
세전계속사업이익	911	-43.9	105.3	1,390	-34.5
지배순이익	575	-46.7	255.2	859	-33.0
영업이익률 (%)	4.0	-1.4 %pt	+0.8 %pt	4.2	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	1.0	-1.2 %pt	+0.7 %pt	1.5	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	164,772	186,701	224,028	246,155
영업이익	7,766	8,327	7,776	8,798
지배순이익	3,702	8,752	1,733	2,822
PER	13.1	5.8	21.1	12.7
PBR	1.5	1.1	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.5	10.1	9.9	9.3
ROE	10.9	21.5	3.6	5.7

자료: 유안타증권

## CJ 제일제당 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2018	2019F	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F
연결 매출	18,670.1	22,402.8	24,615.5	4,348.6	4,453.8	4,945.6	4,922.2	5,017.8	5,515.3	5,886.7	5,983.1
식품	5,271.7	7,887.2	8,946.8	1,316.2	1,229.2	1,456.3	1,270.0	1,720.5	1,954.9	2,161.7	2,050.1
– 소재	1,833.6	1,734.0	1,768.7	462.7	459.7	484.2	427.0	450.4	418.0	460.0	405.7
– 가공	3,438.1	6,153.1	7,178.1	853.5	769.5	972.1	843.0	1,270.1	1,536.9	1,701.7	1,644.4
생명공학	2,830.3	2,881.3	2,946.8	706.6	614.1	735.7	773.9	589.4	742.2	735.7	814.0
생물자원	2,173.2	2,091.7	2,083.8	489.4	524.2	553.0	606.6	500.8	489.3	525.4	576.3
물류	8,394.9	9,542.6	10,638.1	1,836.4	2,086.3	2,200.6	2,271.7	2,207.1	2,328.9	2,463.9	2,542.7
% YoY 연결 매출	13%	20%	10%	12%	14%	12%	15%	15%	24%	19%	22%
식품	4%	50%	13%	0%	4%	1%	10%	31%	59%	48%	61%
– 소재	-7%	-5%	2%	-14%	-1%	-10%	2%	-3%	-9%	-5%	-5%
– 가공	10%	79%	17%	9%	8%	8%	15%	49%	100%	75%	95%
생명공학	6%	2%	2%	22%	2%	4%	-2%	-17%	21%	0%	5%
생물자원	3%	-4%	0%	-2%	-4%	5%	13%	2%	-7%	-5%	-5%
물류	27%	14%	11%	25%	32%	27%	26%	20%	12%	12%	12%
물류/제약 제외 매출	8%	27%	9%	5%	8%	8%	12%	17%	35%	25%	30%
매출총이익	3,543.6	4,110.8	4,587.2	917.3	833.5	989.5	803.4	973.5	1,041.8	1,118.9	976.6
판매관리비	2,710.9	3,333.2	3,707.4	707.0	648.9	724.3	630.7	794.5	866.5	881.0	791.2
연결 영업이익	832.7	777.6	879.8	210.3	184.6	265.2	172.7	179.1	175.3	237.8	185.4
식품	357.5	358.1	398.8	116.9	68.6	139.2	32.8	100.9	54.0	117.7	85.5
생명공학	206.1	194.9	197.0	60.4	44.9	54.4	46.4	52.4	59.3	50.7	32.5
생물자원	53.6	-30.6	21.8	-6.5	17.7	17.5	24.9	-9.7	-7.9	-7.0	-6.0
물류	241.0	285.7	340.5	46.0	57.1	53.2	84.6	46.2	71.8	78.4	89.2
% YoY 영업이익	7%	-7%	13%	9%	12%	-2%	15%	-15%	-5%	-10%	7%
식품	-1%	0%	11%	17%	0%	-16%	17%	-14%	-21%	-15%	161%
생명공학	-5%	-5%	1%	26%	7%	9%	-41%	-13%	32%	-7%	-30%
생물자원	흑전	적전	흑전	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적전	적전	적전
물류	9%	19%	19%	-5%	-5%	-10%	61%	0%	26%	47%	5%
물류/제약 제외 영업이익	27%	-14%	18%	26%	52%	11%	45%	-10%	-20%	-24%	8%
지배주주 순익	875.2	173.3	282.2	62.5	758.5	108.0	(53.8)	40.9	16.2	57.5	58.7
% Margin 매출총이익률	19%	18%	19%	21%	19%	20%	16%	19%	19%	19%	16%
영업이익률	4%	3%	4%	5%	4%	5%	4%	4%	3%	4%	3%
식품	7%	5%	4%	9%	6%	10%	3%	6%	3%	5%	4%
생명공학	7%	7%	7%	9%	7%	7%	6%	9%	8%	7%	4%
생물자원	2%	-1%	1%	-1%	3%	3%	4%	-2%	-2%	-1%	-1%
물류	3%	3%	3%	3%	3%	2%	4%	2%	3%	3%	4%
순이익률	5%	1%	1%	1%	17%	2%	-1%	1%	0%	1%	1%
물류/제약 제외 매출	10,160.6	12,860.2	13,977.4	2,397.6	2,367.5	2,745.0	2,650.5	2,810.7	3,186.4	3,422.7	3,440.4
물류/제약 제외 영업이익	605.2	522.4	617.6	158.8	131.2	211.1	104.1	143.6	105.4	161.4	112.0

자료: 유안타증권 리서치센터

## CJ 제일제당 (097950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	164,772	186,701	224,028	246,155	262,020
매출원가	129,225	151,265	182,921	200,283	212,120
매출총이익	35,547	35,436	41,108	45,872	49,900
판매비	27,781	27,109	33,332	37,074	40,444
영업이익	7,766	8,327	7,776	8,798	9,456
EBITDA	13,425	14,733	13,490	14,084	14,345
영업외손익	-1,922	4,615	-4,750	-4,330	-3,539
외환관련손익	671	-567	-470	-448	-203
이자손익	-1,849	-2,261	-2,516	-2,521	-2,476
관계기업관련손익	-46	-55	50	50	50
기타	-698	7,497	-1,814	-1,410	-910
법인세비용차감전순이익	5,843	12,942	3,025	4,469	5,917
법인세비용	1,715	3,688	858	1,117	1,479
계속사업순이익	4,128	9,254	2,167	3,351	4,438
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,128	9,254	2,167	3,351	4,438
지배지분순이익	3,702	8,752	1,733	2,822	3,737
포괄손익	-523	8,891	1,804	2,988	4,074
지배지분포괄이익	145	8,266	1,677	2,778	3,788

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	49,635	55,224	79,016	104,105	129,702
현금및현금성자산	5,909	5,476	22,279	42,561	64,711
매출채권 및 기타채권	24,452	27,423	32,514	35,546	37,720
재고자산	13,035	14,976	17,970	19,745	21,018
비유동자산	119,047	139,746	134,462	129,607	125,148
유형자산	81,794	97,417	92,758	88,457	84,487
관계기업 등 자본관련자산	1,651	2,048	2,479	2,909	3,340
기타투자자산	2,643	3,455	3,455	3,455	3,455
자산총계	168,681	194,970	213,478	233,712	254,849
유동부채	54,969	66,804	74,637	82,330	89,529
매입채무 및 기타채무	22,989	22,880	25,709	27,260	28,317
단기차입금	19,137	26,248	32,389	38,531	44,673
유동성장기부채	9,146	11,183	11,183	11,183	11,183
비유동부채	52,274	55,084	64,524	75,023	85,522
장기차입금	9,499	8,908	13,550	18,193	22,835
사채	33,117	32,592	38,449	44,306	50,163
부채총계	107,243	121,888	139,161	157,353	175,051
지배지분	33,749	47,828	48,636	49,973	52,223
자본금	725	819	819	819	819
자본잉여금	8,330	14,116	14,116	14,116	14,116
이익잉여금	29,034	36,943	38,115	39,814	42,428
비지배지분	27,689	25,254	25,681	26,386	27,575
자본총계	61,439	73,082	74,317	76,359	79,798
순차입금	63,104	71,980	71,817	68,176	62,667
총차입금	71,459	79,391	96,032	112,673	129,314

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	11,808	4,714	-4,336	-1,577	-267
당기순이익	4,128	9,254	2,167	3,351	4,438
감가상각비	4,674	5,232	4,659	4,301	3,970
외환손익	0	0	470	448	203
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-50	-50	-50
자산부채의 증감	-238	-7,540	-7,220	-5,195	-4,328
기타현금흐름	3,245	-2,232	-4,363	-4,433	-4,499
투자활동 현금흐름	-14,639	-10,346	6,673	6,673	6,673
투자자산	3,347	-612	-431	-431	-431
유형자산 증가 (CAPEX)	-14,504	-16,754	0	0	0
유형자산 감소	267	272	0	0	0
기타현금흐름	-3,749	6,747	7,104	7,104	7,104
재무활동 현금흐름	2,654	5,210	8,820	8,820	8,820
단기차입금	1,526	6,142	6,142	6,142	6,142
사채 및 장기차입금	3,572	512	10,499	10,499	10,499
자본	0	6,240	0	0	0
현금배당	-354	-425	-561	-561	-561
기타현금흐름	-2,090	-7,260	-7,260	-7,260	-7,260
연결범위변동 등 기타	-358	-10	5,647	6,367	6,924
현금의 증감	-535	-433	16,803	20,282	22,150
기초 현금	6,444	5,909	5,476	22,279	42,561
기말 현금	5,909	5,476	22,279	42,561	64,711
NOPLAT	7,766	8,327	7,776	8,798	9,456
FCF	-3,596	-11,933	4,065	6,690	7,653

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

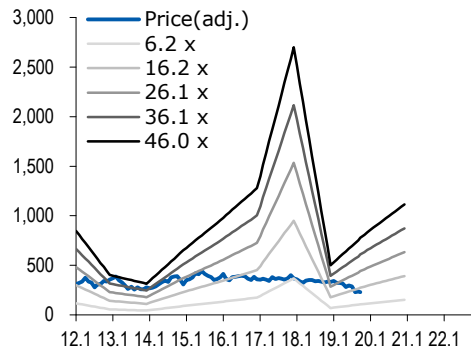
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	27,803	58,706	10,886	18,123	24,198
BPS	238,582	298,494	303,538	311,877	325,924
EBITDAPS	92,619	91,201	82,350	85,975	87,567
SPS	1,136,731	1,155,703	1,367,560	1,502,628	1,599,474
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
PER	13.1	5.8	21.1	12.7	9.5
PBR	1.5	1.1	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.5	10.1	9.9	9.3	8.8
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	13.1	13.3	20.0	9.9	6.4
영업이익 증가율 (%)	-7.9	7.2	-6.6	13.2	7.5
지배순이익 증가율 (%)	34.2	136.4	-80.2	62.9	32.4
매출총이익률 (%)	21.6	19.0	18.3	18.6	19.0
영업이익률 (%)	4.7	4.5	3.5	3.6	3.6
지배순이익률 (%)	2.2	4.7	0.8	1.1	1.4
EBITDA 마진 (%)	8.1	7.9	6.0	5.7	5.5
ROIC	4.6	4.4	3.8	4.5	5.0
ROA	2.3	4.8	0.8	1.3	1.5
ROE	10.9	21.5	3.6	5.7	7.3
부채비율 (%)	174.6	166.8	187.3	206.1	219.4
순차입금/자기자본 (%)	187.0	150.5	147.7	136.4	120.0
영업이익/금융비용 (배)	3.8	3.4	2.5	2.4	2.2

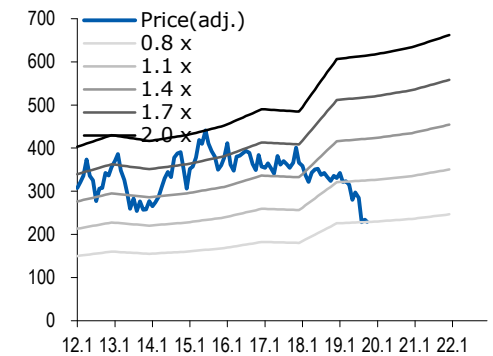
P/E band chart

(천원)

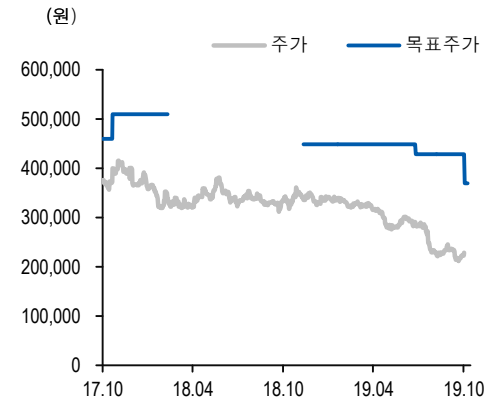


P/B band chart

(천원)



CJ제일제당 (097950) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-10-22	BUY	370,000	1년		
2019-07-15	BUY	429,000	1년	-43.25	-32.40
2018-11-30	BUY	449,000	1년	-29.16	-21.83
2018-11-09	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-31.89	-29.12
2017-11-09	BUY	510,000	1년	-31.77	-18.43
2017-07-18	BUY	460,000	1년	-22.61	-9.57

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	85.2
Hold(중립)	14.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-10-20

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.