

CJ제일제당 (097950)

3Q19 Re: 아쉽지만 내년을 생각해 본다면 BUY

3Q19 Re: 예상대로 본업은 다소 부진

3분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 5조 8,581억원(YoY +18.5%), 2,727억원(YoY +2.8%)을 기록해 실적 발표 직전 낮아진 눈높이는 상회했다. 그러나, 세전 및 순이익은 ① 이자비용과 ② 외환관련손실 증가 및 ③ 생물자산손실 등 기인해 시장 기대치를 큰 폭 하회했다. 물류 제외 매출액 및 영업이익은 각각 3조 4,461억원(YoY +25.5%), 1,810억원(YoY -14.3%)을 시현했다. '쉬안즈' 인수 효과 제거시 본업 영업이익은 전년대비 26.5% 감소한 수치이다. 감익은, ① 가공식품에서의 진천공장 고정비 증가 및 SKU 구조조정 기인한 재고폐기손실 반영(YoY 150억원 감소), ③ 셀렉타 역기저(YoY 60억원 감소), ③ ASF 기인한 생물자원 적자전환(YoY 200억원 감소)에 기인한다. 참고로, '쉬안즈' 영업이익은 PPA 비용이 반영되면서 136억원 인식되었다.

내년을 보면 편해 보여

내년 물류 제외한 매출액 및 영업이익을 각각 14조 1,214억원(YoY +9.6%), 6,872억원(YoY +26.3%)로 추정한다. 내년 이익 개선의 Key는 가공식품 부문이다. 내년은 그룹 차원의 강력한 수익성 개선 작업이 진행될 것으로 판단된다. 이르면 연말 가공식품 SKU 구조조정 효과가 가시화될 것으로 기대한다. 연간 100bp만 개선 되어도 500억원 이상의 이익 개선('쉬안즈' 제외)이 가능하다. 올해 재고폐기손실 등 일회성 요인까지 감안하면 기저효과가 본격화될 것이다. 생물자원도 베트남 돈육 시세의 가파른 반등으로 예상보다 실적 회복이 빠를 수 있어 긍정적이다.

중장기 관점에서 주가는 바닥 판단

4분기까지 단기 실적 모멘텀은 부재하다. 그러나, 이미 주가는 역사적 밴드 하단까지 하락해 이를 기반영하고 있다는 판단이다. 과거를 잊고 내년 실적 회복 가능성에 집중할 시점으로 판단한다. 중장기 관점에서 저가 매수를 추천한다. 내년 대형주 Top Pick 관점을 유지한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 370,000원 | CP(11월 11일): 238,000원

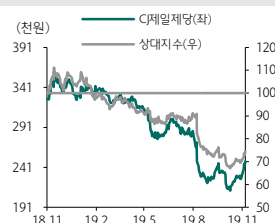
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,124.09
52주 최고/최저(원)	361,500/212,000
시가총액(십억원)	3,582.9
시가총액비중(%)	0.30
발행주주수(천주)	15,054.2
60일 평균 거래량(천주)	45.9
60일 평균 거래대금(십억원)	10.6
18년 배당금(예상, 원)	3,500
18년 배당수익률(예상, %)	1.47
외국인지분율(%)	21.28
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 8 인	45.51
국민연금	12.30
추가상승률	1M 6M 12M
절대	9.7 (20.7) (30.6)
상대	5.6 (21.3) (31.9)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	22,339.4	24,290.2
영업이익(십억원)	794.0	965.0
순이익(십억원)	243.4	385.1
EPS(원)	12,132	19,524
BPS(원)	307,969	323,714

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	16,477.2	18,670.1	22,299.0	24,131.2	25,820.4
영업이익	십억원	776.6	832.7	826.2	1,015.0	1,137.7
세전이익	십억원	584.3	1,294.2	268.3	525.1	659.5
순이익	십억원	370.2	875.2	107.2	303.5	345.3
EPS	원	25,536	54,173	6,543	18,527	21,080
증감률	%	34.1	112.1	(87.9)	183.2	13.8
PER	배	14.33	6.10	36.38	12.85	11.29
PBR	배	1.53	1.11	0.79	0.75	0.71
EV/EBITDA	배	10.55	10.16	9.40	8.30	7.67
ROE	%	10.91	21.46	2.23	6.12	6.61
BPS	원	239,601	298,085	301,200	316,299	333,952
DPS	원	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500



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

RA 권중하
02-3771-8121
shkon1215@hanafn.com

표 1. 3Q19 Re

(단위: 십억원)

	3Q19P	3Q18	YoY	Consen	%Diff
매출액	5,858.1	4,945.6	18.5	5,890.4	(0.5)
영업이익	272.6	265.2	2.8	247.5	10.2
세전이익	68.4	162.4	(57.9)	133.7	(48.8)
(지배)순이익	1.9	108.0	(98.2)	82.7	(97.7)
OPM %	4.7	5.4		4.2	
NPM %	0.0	2.2		1.4	

자료: 하나금융투자

표 2. C제일제당 실적 추정

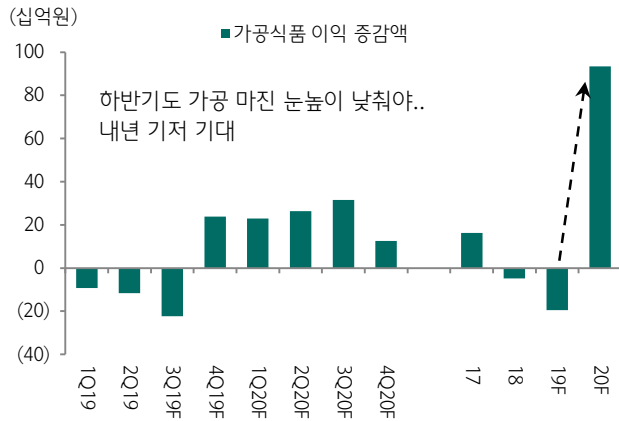
(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F	18	19F	20F
매출액	4,348.6	4,453.7	4,945.6	4,922.2	5,017.8	5,515.3	5,858.1	5,907.8	18,670.1	22,299.0	24,131.2
① 소재	462.7	459.7	484.2	427.0	450.4	418.0	472.0	414.2	1,833.6	1,754.6	1,754.6
② 가공	853.5	769.5	972.1	843.0	1,270.1	1,536.9	1,752.6	1,611.9	3,438.1	6,171.5	6,824.1
③ 바이오	592.0	614.1	735.7	773.9	589.4	742.2	719.1	805.2	2,715.7	2,855.9	3,063.5
④ 생물자원	489.4	524.2	553.0	606.6	500.8	489.3	502.4	606.6	2,173.2	2,099.1	2,162.1
⑤ 물류	2,001.5	2,284.6	2,418.4	2,515.2	2,432.7	2,534.8	2,621.8	2,750.0	9,219.7	10,339.3	11,019.0
YoY	12.5%	13.9%	12.1%	14.7%	15.4%	23.8%	18.5%	20.0%	13.3%	19.4%	8.2%
① 소재	-14.3%	-1.3%	-9.7%	1.7%	-2.7%	-9.1%	-2.5%	-3.0%	-6.5%	-4.3%	0.0%
② 가공	9.3%	8.3%	7.6%	14.7%	16.0%	12.3%	6.8%	5.0%	9.9%	79.5%	10.6%
③ 바이오	30.3%	30.0%	28.8%	15.6%	-0.4%	20.9%	-2.3%	4.0%	25.3%	5.2%	7.3%
④ 생물자원	-2.5%	-4.1%	4.7%	13.2%	2.3%	-6.7%	-9.2%	0.0%	2.9%	-3.4%	3.0%
⑤ 물류	25.5%	33.8%	29.1%	30.0%	21.5%	11.0%	8.4%	9.3%	39.3%	12.1%	6.6%
영업이익	210.3	184.6	265.2	172.7	179.1	175.3	272.7	199.1	832.7	826.2	1,015.0
① 소재	30.2	21.0	37.1	7.3	23.6	18.0	32.1	7.0	95.6	80.7	80.2
② 가공	86.6	47.6	102.1	25.6	77.3	36.0	99.4	48.6	261.9	261.3	341.8
③ 바이오	48.4	44.9	54.4	46.4	52.4	59.3	52.5	58.4	194.1	222.6	244.0
④ 생물자원	(6.5)	17.7	17.5	24.9	(9.7)	(7.9)	(3.0)	0.0	53.6	(20.6)	21.2
⑤ 물류	45.3	57.1	52.9	87.4	45.3	71.8	88.7	85.0	242.7	290.8	339.0
YoY	9.2%	12.3%	-1.5%	14.8%	-14.8%	-5.0%	2.8%	15.3%	7.2%	-0.8%	22.9%
① 소재	71.2%	80.5%	-16.7%	-2.7%	-21.8%	-14.3%	-13.6%	-3.9%	17.5%	-15.6%	-0.7%
② 가공	5.7%	-16.3%	-16.3%	24.3%	-10.8%	-24.4%	-2.6%	90.2%	-6.9%	-0.2%	30.8%
③ 바이오	61.9%	87.1%	78.4%	-11.1%	8.3%	32.1%	-3.5%	25.9%	42.1%	14.7%	9.6%
④ 생물자원	N/A	T/B	T/B	T/B	N/A	T/R	T/R	-100.0%	-319.7%	-138.5%	-202.7%
⑤ 물류	-11.4%	-7.7%	-15.5%	45.7%	0.0%	25.7%	67.7%	-2.7%	3.0%	19.8%	16.6%
OPM	4.8%	4.1%	5.4%	3.5%	3.6%	3.2%	4.7%	3.4%	4.5%	3.7%	4.2%
① 소재	6.5%	4.6%	7.7%	1.7%	5.2%	4.3%	6.8%	1.7%	5.2%	4.6%	4.6%
② 가공	10.2%	6.2%	10.5%	3.0%	6.1%	2.3%	5.7%	3.0%	7.6%	4.2%	5.0%
③ 바이오	8.2%	7.3%	7.4%	6.0%	8.9%	8.0%	7.3%	7.3%	7.1%	7.8%	8.0%
④ 생물자원	-1.3%	3.4%	3.2%	4.1%	-1.9%	-1.6%	-0.6%	0.0%	2.5%	-1.0%	1.0%
⑤ 물류	2.3%	2.5%	2.2%	3.5%	1.9%	2.8%	3.4%	3.1%	2.6%	2.8%	3.1%
세전이익	112.2	1,048.1	162.4	-28.5	76.5	44.3	68.4	79.1	1,294.2	268.3	525.1
YoY	-10.4%	1393.2%	-55.4%	-216.4%	-31.8%	-95.8%	-57.9%	-377.4%	121.5%	-79.3%	95.7%
(지배)순이익	62.5	758.5	108.0	-53.8	40.9	16.2	1.9	48.1	875.2	107.2	303.5
YoY	-23.8%	3486.2%	-57.9%	-606.3%	-34.6%	-97.9%	-98.2%	-189.4%	136.4%	-87.8%	183.2%
NPM	1.4%	17.0%	2.2%	-1.1%	0.8%	0.3%	0.0%	0.8%	4.7%	0.5%	1.3%

기타: '쉬안즈' 실적 반영

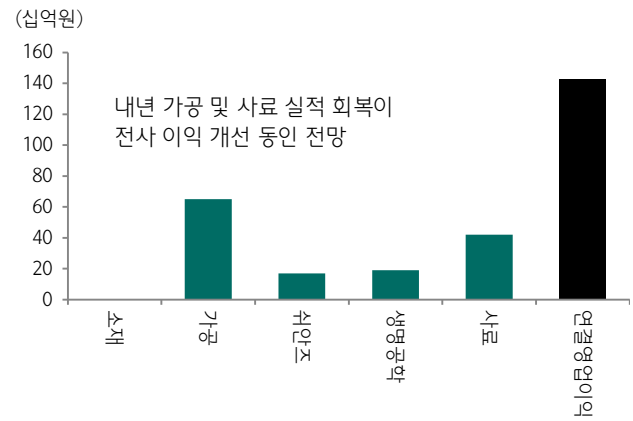
자료: 하나금융투자

그림 1. CJ제일제당 가공식품 영업이익 증감액 추이('쉬안즈' 포함)



자료: 하나금융투자

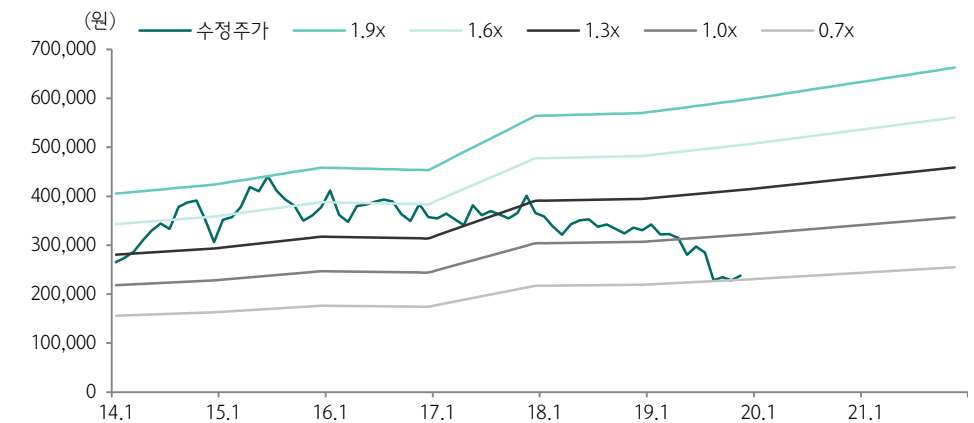
그림 2. CJ제일제당 2020년 사업부별 이익 증감액 전망



자료: 하나금융투자

그림 3. CJ제일제당 12개월 Fwd PBR 밴드

역사적 밴드 하단 거래 중



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

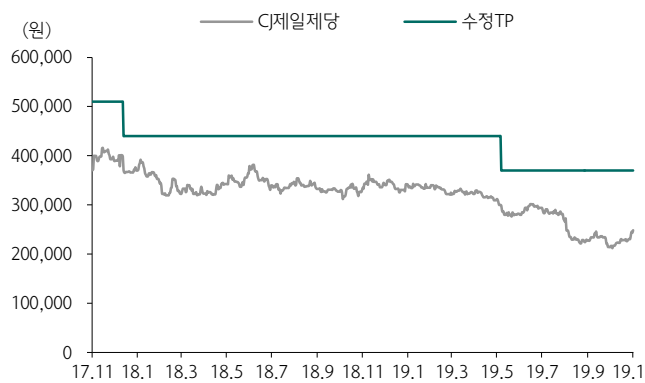
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	16,477.2	18,670.1	22,299.0	24,131.2	25,820.4
매출원가	12,922.5	15,126.5	18,188.6	19,737.9	21,093.7
매출총이익	3,554.7	3,543.6	4,110.4	4,393.3	4,726.7
판매비	2,778.1	2,710.9	3,284.2	3,378.4	3,589.0
영업이익	776.6	832.7	826.2	1,015.0	1,137.7
금융손익	66.8	(252.6)	(162.2)	(166.9)	(165.3)
종속/관계기업손익	(4.6)	(5.5)	(139.8)	(79.9)	(81.9)
기타영업외손익	(254.4)	719.5	(255.9)	(243.1)	(230.9)
세전이익	584.3	1,294.2	268.3	525.1	659.5
법인세	171.5	368.8	120.2	168.0	253.2
계속사업이익	412.8	925.4	148.1	357.1	406.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	412.8	925.4	148.1	357.1	406.3
비지배주주지분	42.6	50.2	41.0	53.6	60.9
순이익	370.2	875.2	107.2	303.5	345.3
지배주주지분포괄이익	14.5	826.6	115.5	278.5	316.9
NOPAT	548.6	595.4	456.1	690.2	700.9
EBITDA	1,342.5	1,473.3	1,488.7	1,689.5	1,826.4
성장성(%)					
매출액증가율	13.1	13.3	19.4	8.2	7.0
NOPAT증가율	(2.8)	8.5	(23.4)	51.3	1.6
EBITDA증가율	(2.4)	9.7	1.0	13.5	8.1
영업이익증가율	(7.9)	7.2	(0.8)	22.9	12.1
(지배주주)순이익증가율	34.2	136.4	(87.8)	183.1	13.8
EPS증가율	34.1	112.1	(87.9)	183.2	13.8
수익성(%)					
매출총이익률	21.6	19.0	18.4	18.2	18.3
EBITDA이익률	8.1	7.9	6.7	7.0	7.1
영업이익률	4.7	4.5	3.7	4.2	4.4
계속사업이익률	2.5	5.0	0.7	1.5	1.6
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	25,536	54,173	6,543	18,527	21,080
BPS	239,601	298,085	301,200	316,299	333,952
CFPS	90,821	87,161	66,353	83,052	92,029
EBITDAPS	92,619	91,201	90,875	103,136	111,493
SPS	1,136,731	1,155,703	1,361,221	1,473,069	1,576,183
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
추가지표(배)					
PER	14.3	6.1	36.4	12.8	11.3
PBR	1.5	1.1	0.8	0.8	0.7
PCR	4.0	3.8	3.6	2.9	2.6
EV/EBITDA	10.5	10.2	9.4	8.3	7.7
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	10.9	21.5	2.2	6.1	6.6
ROA	2.3	4.8	0.5	1.5	1.6
ROIC	4.5	4.2	2.9	4.3	4.2
부채비율	174.6	166.8	174.5	172.1	168.5
순부채비율	103.7	99.8	104.4	99.9	94.7
이자보상배율(배)	3.8	3.4	3.2	3.9	4.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	4,963.5	5,522.4	5,997.0	6,459.3	6,918.5
금융자산	835.4	741.1	286.7	280.0	306.9
현금성자산	590.9	547.6	55.6	29.9	39.2
매출채권 등	2,445.2	2,742.3	3,275.3	3,544.5	3,792.6
재고자산	1,303.5	1,497.6	1,788.7	1,935.7	2,071.2
기타유동자산	379.4	541.4	646.3	699.1	747.8
비유동자산	11,904.7	13,974.6	14,306.6	14,479.8	14,675.0
투자자산	429.4	550.3	644.8	692.5	736.5
금융자산	264.3	281.5	336.2	363.9	389.3
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	612.6	612.7
자산총계	16,868.1	19,497.0	20,303.7	20,939.1	21,593.6
유동부채	5,496.9	6,680.4	7,142.9	7,351.7	7,540.3
금융부채	2,887.0	3,842.1	3,811.4	3,771.1	3,730.1
매입채무 등	2,298.9	2,288.0	2,732.8	2,957.3	3,164.3
기타유동부채	311.0	550.3	598.7	623.3	645.9
비유동부채	5,227.4	5,508.4	5,763.5	5,892.3	6,011.0
금융부채	4,317.5	4,196.0	4,196.0	4,196.0	4,196.0
기타비유동부채	909.9	1,312.4	1,567.5	1,696.3	1,815.0
부채총계	10,724.3	12,188.8	12,906.4	13,244.0	13,551.3
지배주주지분	3,375.0	4,782.8	4,833.8	5,081.2	5,370.4
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	3,745.4	3,992.7	4,281.9
비지배주주지분	2,768.9	2,525.4	2,563.4	2,613.9	2,671.9
자본총계	6,143.9	7,308.2	7,397.2	7,695.1	8,042.3
순금융부채	6,369.1	7,297.0	7,720.6	7,687.1	7,619.2
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,180.8	471.4	786.2	1,101.3	1,170.3
당기순이익	412.8	925.4	148.1	357.1	406.3
조정	791.8	300.0	818.7	835.4	848.0
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	238.8	243.4	241.8
영업활동 자산부채 변동	(23.8)	(754.0)	(180.6)	(91.2)	(84.0)
투자활동 현금흐름	(1,463.9)	(1,034.6)	(932.2)	(772.7)	(807.2)
투자자산감소(증가)	387.2	(120.9)	(97.5)	(50.7)	(47.0)
유형자산감소(증가)	(1,423.7)	(1,648.2)	(900.0)	(800.0)	(840.0)
기타	(427.4)	734.5	65.3	78.0	79.8
재무활동 현금흐름	265.4	521.0	(346.0)	(354.4)	(353.8)
금융부채증가(감소)	498.6	833.6	(30.7)	(40.3)	(41.0)
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)	(492.0)	(25.7)	9.3
Unlevered CFO	1,316.5	1,408.1	1,087.0	1,360.5	1,507.6
Free Cash Flow	(269.5)	(1,204.0)	(113.8)	301.3	330.3

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	-23.13%	-10.91%
17.11.27	BUY	510,000	-22.26%	-19.12%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 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 11월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2019년 11월 12일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.