

CJ제일제당 (097950)

음식료



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

RA 이광현

02 3770 5733
kwanghyun.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	320,000원 (D)
현재주가 (11/11)	238,000원
상승여력	34%

시가총액	37,139억원
총발행주식수	16,381,619주
60일 평균 거래대금	106억원
60일 평균 거래량	45,856주
52주 고	361,500원
52주 저	212,000원
외인지분율	21.28%
주요주주	CJ 외 8 인 45.51%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.7	(4.0)	(30.6)
상대	5.6	(12.5)	(31.9)
절대(달러환산)	11.7	(0.4)	(32.9)

Quarterly earning Forecasts

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	58,581	18.5	6.2	58,904	-0.5
영업이익	2,727	2.8	55.6	2,474	10.2
세전계속사업이익	684	-57.9	54.3	1,337	-48.8
지배순이익	19	-98.2	-88.1	827	-97.7
영업이익률 (%)	4.7	-0.7 %pt	+1.5 %pt	4.2	+0.5 %pt
지배순이익률 (%)	0.0	-2.2 %pt	-0.3 %pt	1.4	-1.4 %pt

자료: 유안타증권

변곡점에 서다

투자의견 BUY, 목표주가 320,000원으로 14% 하향

CJ제일제당에 대한 투자의견 BUY 유지하나, 목표주가는 기존 370,000원에서 320,000원으로 14% 하향한다. 목표주가의 하향은 1) 가공식품의 수익성 부진, 2) 주요 아미노산 판가 하락에 따른 수익성 하락, 3) ASF 발생에 따른 생물자원 적자 지속 등의 실적 부진 요소로 2019년(일회성 비용), 2020년 이익을 각각 44%, 14% 하향 조정함에 기인한다.

3분기는 대다수 사업부문의 외형 부진, 마진 하락 요소가 이어졌다. <가공식품의 해외부문>을 제외한 대부분이 부진했다. 긍정적인 것은 적극적인 국내외 투자로 급격하게 이익 체력이 하락함에 따라 **수익성 개선 의지가 강해진 점**이다. 우선적으로 <식품부문의 SKU 축소>가 본격화되었고, 유휴 공장 부지 매각/자산 유통화 등을 통해, 영업 외 부담을 가중시켰던 <차입금>을 4분기 집중적으로 축소할 것으로 보인다. **수익성 부진의 변곡점으로 판단하며, 2020년을 목표로 점진적 매수 권고한다.**

3Q19 Review: 모든 것이 아쉬워

CJ제일제당의 3분기 실적은 연결 매출 5조 8,581(YoY+19%), 영업이익 2,727억원(YoY+3%)을 달성하며, 낮아진 컨센서스를 상회했다. 컨센서스를 상회한 주요 원인은 물류부문의 호조이다. 물류 부문을 제외한 이익은 1,810억원(YoY-14%)이며, 슈완스 인수효과(영업이익 259억원) 제외 시 기존사업 이익은 1,550억원(YoY-27%)에 그쳤다. 영업 외에 생물자산부문의 유형자산 처분 손실(123억원), 해외법인 사용권 회계 변경(106억원) 등 일회성 비용이 반영되며 지배주주순이익은 19억원을 기록했다.

▶식품부문 매출은 전년동기비 53% 성장하고, 영업이익 6% 감소했다. (슈완스 제외 매출 + 7%, 영업이익 -24%) ①가공식품은 인수 효과가 더해지며 전년동기비 80% 성장했다. 1) 내수는 SKU 효율화 및 수익 중심 채널 정비 등으로 +7% 성장을 기록했으며, 2) 해외(슈완스 제외)는 미국을 필두로 35% 성장했다. (미국 +20%, 중국 +21%, 베트남 +118%) ②소제 부문은 해외사업부 재편으로 2% 감소했다. ③환율 상승, 원재료 투입가 상승, 진천공장 고정비 부담, SKU 축소에 따른 재고폐기손실 반영 등 비우호적 환경으로 수익성은 전년동기비 3.7%p 하락한 5.9%에 그쳤다.

▶생명공학(바이오) 매출은 전년동기비 2% 감소하고, 영업이익은 4% 감소했다. 셀렉타 기고효과, ASF 발생으로 라이신과 트립토판 판가가 하락함에 따라 사료첨가제 매출은 전년동기비 18% 감소했다. 핵산의 높은 판가 및 판매량 확대, 알지닌 판매량 증대 등으로 식품첨가제는 전년동기비 25% 증가했다. 고마진 제품의 비중확대로 수익성은 전년과 유사한 7.3%를 기록했다.

▶생물자원 매출은 전년동기비 9% 감소, 영업손실은 30억원 발생했다. 판매처 구조조정 및 ASF 영향으로 외형이 부진했다. ASF 영향에 따라 베트남 돈가 하락, 폐사 손실이 이어져 적자전환 되었다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액		164,772	186,701	222,780	244,191
영업이익		7,766	8,327	8,111	9,136
지배순이익		3,702	8,752	1,003	2,423
PER		13.1	5.8	39.4	15.4
PBR		1.5	1.1	0.8	0.8
EV/EBITDA		10.5	10.1	9.8	9.2
ROE		10.9	21.5	2.1	5.0

자료: 유안타증권

CJ제일제당 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2018	2019F	2020F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F
연결 매출	18,670.1	22,278.0	24,419.1	4,348.6	4,453.8	4,945.6	4,922.2	5,017.8	5,515.3	5,858.1	5,886.8
식품	5,271.7	7,884.8	8,958.1	1,316.2	1,229.2	1,456.3	1,270.0	1,720.5	1,954.9	2,224.6	1,984.8
- 소재	1,833.6	1,746.4	1,781.3	462.7	459.7	484.2	427.0	450.4	418.0	472.3	405.7
- 가공	3,438.1	6,138.4	7,176.8	853.5	769.5	972.1	843.0	1,270.1	1,536.9	1,752.3	1,579.1
생명공학	2,830.3	2,863.3	2,977.0	706.6	614.1	735.7	773.9	589.4	742.2	719.1	812.6
생물자원	2,173.2	2,038.4	1,948.6	489.4	524.2	553.0	606.6	500.8	489.3	502.4	545.9
물류	8,394.9	9,491.5	10,535.3	1,836.4	2,086.3	2,200.6	2,271.7	2,207.1	2,328.9	2,412.0	2,543.5
% YoY											
연결 매출	13%	19%	10%	12%	14%	12%	15%	15%	24%	18%	20%
식품	4%	50%	14%	0%	4%	1%	10%	31%	59%	53%	56%
- 소재	-7%	-5%	2%	-14%	-1%	-10%	2%	-3%	-9%	-2%	-5%
- 가공	10%	79%	17%	9%	8%	8%	15%	49%	100%	80%	87%
생명공학	6%	1%	4%	22%	2%	4%	-2%	-17%	21%	-2%	5%
생물자원	3%	-6%	-4%	-2%	-4%	5%	13%	2%	-7%	-9%	-10%
물류	27%	13%	11%	25%	32%	27%	26%	20%	12%	10%	12%
물류/제약 제외 매출	8%	26%	8%	5%	8%	8%	12%	17%	35%	26%	26%
매출총이익	3,543.6	4,127.8	4,592.1	917.3	833.5	989.5	803.4	973.5	1,041.8	1,151.6	960.8
판매관리비	2,710.9	3,316.7	3,678.5	707.0	648.9	724.3	630.7	794.5	866.5	878.9	776.8
연결 영업이익	832.7	811.1	913.6	210.3	184.6	265.2	172.7	179.1	175.3	272.7	184.0
식품	357.5	340.1	394.2	116.9	68.6	139.2	32.8	100.9	54.0	131.5	53.7
생명공학	206.1	213.0	219.1	60.4	44.9	54.4	46.4	52.4	59.3	52.4	48.7
생물자원	53.6	-20.0	-19.5	-6.5	17.7	17.5	24.9	-9.7	-7.9	-3.0	0.6
물류	241.0	296.0	340.5	46.0	57.1	53.2	84.6	46.2	71.8	88.7	89.2
% YoY											
영업이익	7%	-3%	13%	9%	12%	-2%	15%	-15%	-5%	3%	7%
식품	-1%	-5%	16%	17%	0%	-16%	17%	-14%	-21%	-6%	64%
생명공학	-5%	3%	3%	26%	7%	9%	-41%	-13%	32%	-4%	5%
생물자원	흑전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적전	적전	-98%
물류	9%	23%	15%	-5%	-5%	-10%	61%	0%	26%	67%	5%
물류/제약 제외 영업이익	27%	-12%	11%	26%	52%	11%	45%	-10%	-20%	-14%	-1%
지배주주 순익	875.2	100.3	242.3	62.5	758.5	108.0	(53.8)	40.9	16.2	1.9	41.3
% Margin											
매출총이익률	19%	19%	19%	21%	19%	20%	16%	19%	19%	20%	16%
영업이익률	4%	4%	4%	5%	4%	5%	4%	4%	3%	5%	3%
식품	7%	4%	4%	9%	6%	10%	3%	6%	3%	6%	3%
생명공학	7%	7%	7%	9%	7%	7%	6%	9%	8%	7%	6%
생물자원	2%	-1%	-1%	-1%	3%	3%	4%	-2%	-2%	-1%	0%
물류	3%	3%	3%	3%	3%	2%	4%	2%	3%	4%	4%
순이익률	5%	0%	1%	1%	17%	2%	-1%	1%	0%	0%	1%
물류/제약 제외 매출	10,160.6	12,787.9	13,828.8	2,397.6	2,367.5	2,745.0	2,650.5	2,810.7	3,186.4	3,446.1	3,344.7
물류/제약 제외 영업이익	605.2	533.0	593.8	158.8	131.2	211.1	104.1	143.6	105.4	180.9	103.0

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	222,780	244,191	260,573
매출원가	129,225	151,265	181,502	198,270	210,517
매출총이익	35,547	35,436	41,278	45,921	50,057
판매비	27,781	27,109	33,167	36,785	40,010
영업이익	7,766	8,327	8,111	9,136	10,046
EBITDA	13,425	14,733	13,825	14,421	14,936
영업외손익	-1,922	4,615	-5,493	-4,447	-4,231
외환관련손익	671	-567	0	0	0
이자손익	-1,849	-2,261	0	0	0
관계기업관련손익	-46	-55	170	187	206
기타	-698	7,497	-5,663	-4,634	-4,437
법인세비용차감전순이익	5,843	12,942	2,618	4,688	5,816
법인세비용	1,715	3,688	1,098	1,172	1,454
계속사업순이익	4,128	9,254	1,520	3,516	4,362
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,128	9,254	1,520	3,516	4,362
지배지분순이익	3,702	8,752	1,003	2,423	3,005
포괄순이익	-523	8,891	1,156	3,153	3,998
지배지분포괄이익	145	8,266	1,075	2,931	3,718

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	77,774	102,199	126,714
현금및현금성자산	5,909	5,476	21,308	41,082	62,038
매출채권 및 기타채권	24,452	27,423	32,343	35,277	37,522
재고자산	13,035	14,976	17,870	19,588	20,902
비유동자산	119,047	139,746	134,462	129,607	125,148
유형자산	81,794	97,417	92,758	88,457	84,487
관계기업등 지분관련자산	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	212,236	231,806	251,862
유동부채	54,969	66,804	74,510	82,150	89,386
매입채무 및 기타채무	22,989	22,880	25,582	27,080	28,174
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	139,034	157,173	174,908
지배지분	33,749	47,828	47,907	48,843	50,362
자본금	725	819	819	819	819
자본잉여금	8,330	14,116	14,116	14,116	14,116
이익잉여금	29,034	36,943	37,385	38,685	40,567
비지배지분	27,689	25,254	25,295	25,790	26,592
자본총계	61,439	73,082	73,202	74,633	76,954
순차입금	63,104	71,980	72,788	69,655	65,340
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	-5,429	-1,896	-777
당기순이익	4,128	9,254	1,520	3,516	4,362
감가상각비	4,674	5,232	4,659	4,301	3,970
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-170	-187	-206
자산부채의 증감	-238	-7,540	-7,075	-5,092	-4,404
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	5,769	6,177	6,240
현금의 증감	-535	-433	15,833	19,774	20,956
기초 현금	6,444	5,909	5,476	21,308	41,082
기말 현금	5,909	5,476	21,308	41,082	62,038
NOPLAT	7,766	8,327	8,111	9,136	10,046
FCF	-3,596	-11,933	3,347	7,045	8,020

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

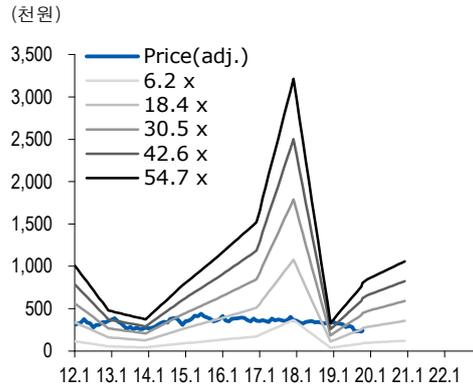
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

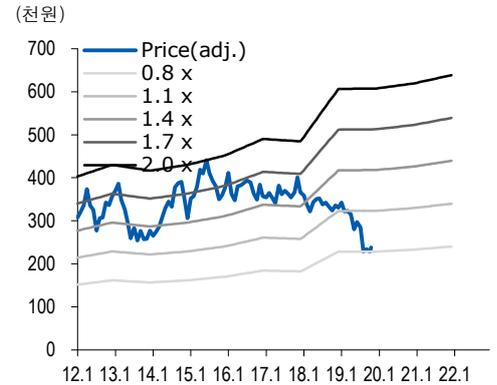
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	27,803	58,706	6,038	15,467	19,337
BPS	238,582	298,494	298,983	304,827	314,307
EBITDAPS	92,619	91,201	84,395	88,034	91,174
SPS	1,136,731	1,155,703	1,359,939	1,490,638	1,590,645
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
PER	13.1	5.8	39.4	15.4	12.3
PBR	1.5	1.1	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.5	10.1	9.8	9.2	8.6
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	19.3	9.6	6.7
영업이익 증가율 (%)	-7.9	7.2	-2.6	12.6	10.0
지배순이익 증가율 (%)	34.2	136.4	-88.5	141.5	24.0
매출총이익률 (%)	21.6	19.0	18.5	18.8	19.2
영업이익률 (%)	4.7	4.5	3.6	3.7	3.9
지배순이익률 (%)	2.2	4.7	0.5	1.0	1.2
EBITDA 마진 (%)	8.1	7.9	6.2	5.9	5.7
ROIC	4.6	4.4	3.2	4.7	5.3
ROA	2.3	4.8	0.5	1.1	1.2
ROE	10.9	21.5	2.1	5.0	6.1
부채비율 (%)	174.6	166.8	189.9	210.6	227.3
순차입금/자기자본 (%)	187.0	150.5	151.9	142.6	129.7
영업이익/금융비용 (배)	3.8	3.4	0.0	0.0	0.0

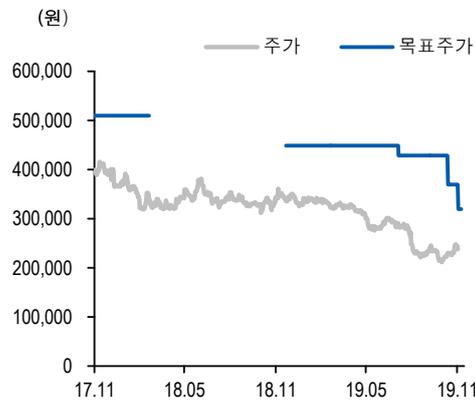
P/E band chart



P/B band chart



CJ제일제당 (097950) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-11-12	BUY	320,000	1년		
2019-10-22	BUY	370,000	1년	-36.55	-32.84
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

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)	84.8
Hold(중립)	14.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-11-10

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 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.