

CJ제일제당

BUY(유지)

097950 기업분석 | 음식료

목표주가(유지)	328,000원	현재주가(11/11)	238,000원	Up/Downside	+37.8%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 11. 12

주가 바닥 통과, 지금 매수

News

3Q19 실적 Review(공정공사): 대한통운 제외 기준 연결 매출액은 쉬완즈 합병효과 등으로 25.5%YoY증가한 34,461억원을 기록했지만 영업이익은 가공식품 SKU축소 과정에서의 재고 폐기손실, 진천공장 고정비 부담, 아프리카 돼지열병에 따른 바이오 제품 가격 하락 등으로 14.3%YoY감소한 1,810억원을 기록했다. 대한통운 합산 영업이익은 2.8%YoY증가했고 세전이익은 이자비용 증가와 잡손실로 부진했다.

Comment

경영전략 변화 천명, 실적 턴어라운드 강화시킬 것: 대한통운 제외기준 영업이익은 당사 추정치를 7.5%하회했지만 보수적인 최근 컨센서스를 13.6%상회했다. 대한통운 포함 영업이익은 당사 추정치와 컨센서스를 대체로 충족시켰다. 3Q19실적 컨퍼런스콜에서 CJ제일제당은 그동안의 공격적인 외형확장과 M&A경영전략을 질적성장, 수익성, 현금흐름 중심으로의 전환을 천명했다. 실제 3Q19부터 저마진 가공식품 SKU축소, 경쟁심화 품목에서의 판촉 축소 등을 진행하고 있으며 4Q19부터 국내 가공식품 마진율 상승에 기여할 것이다. 당장 4Q19부터 유류자산 매각을 통해 향후 순차입금/EBITDA비율을 현재의 7배 수준에서 5배까지 낮출 것이다. 해외법인에 대한 외부 자본 조달을 추진할 예정이다. 일련의 전략 변화는 4Q19부터 동사의 실적 턴어라운드를 더욱 강화시킬 것이다.

Action

실적 턴어라운드+이익중심 경영+바이오 바닥통과 = 주가반등!!: 3Q19 영업외수익 변동성을 반영하여 19년 실적 추정치는 하향했지만, 2020년 실적 턴어라운드에 대한 가정치를 유지한다. 4Q19부터 시작될 실적 턴어라운드와 수익성 중심의 경영 기조변화, 아프리카 돼지열병 이후 바이오 사업 턴어라운드 가능성 등을 고려할 때 주가는 지금이 바닥이다. 목표주가와 투자의견 BUY를 지속한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	212,000/361,500원
매출액	16,477	18,670	22,485	24,371	25,801	KOSDAQ /KOSPI	661/2,124pt
(증가율)	13.1	13.3	20.4	8.4	5.9	시가총액	35,829억원
영업이익	777	833	863	1,034	1,180	60일-평균거래량	45,801
(증가율)	-7.9	7.2	3.6	19.8	14.2	외국인지분율	21.3%
자배주주순이익	370	875	122	299	385	60일-외국인지분율변동추이	-0.4%p
EPS	27,803	58,706	7,819	19,556	25,248	주요주주	CJ 외 8 인 45.5%
PER (H/L)	15.0/12.0	6.7/5.2	30.4	12.2	9.4	(천원)	(pt)
PBR (H/L)	1.8/1.4	1.3/1.1	0.8	0.8	0.7	CJ제일제당(최)	
EV/EBITDA (H/L)	11.1/10.2	10.7/9.6	7.9	7.1	6.5	KOSPI지수대비(우)	
영업이익률	4.7	4.5	3.8	4.2	4.6		
ROE	10.9	21.5	2.5	6.0	7.3		
주가상승률					1M	3M	12M
절대기준					9.7	-4.0	-30.6
상대기준					5.6	-12.5	-31.9

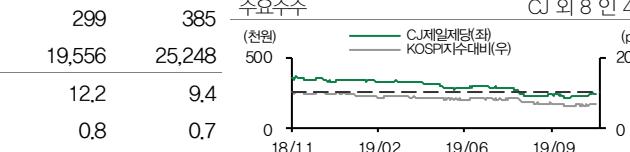


도표 1. CJ제일제당 연결기준(대한통운 포함) 3Q19 실적 Review

(단위: 억원)

	3Q19P	3Q18	%YoY	2Q19	%QoQ	DB 추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	58,581	49,456	18.5	55,153	6.2	60,024	-2.4	58,911	-0.6
영업이익	2,727	2,652	2.8	1,753	55.6	2,668	2.2	2,449	11.4
세전이익	684	1,624	-57.9	443	54.3	1,422	-51.9	1,337	-48.8
지배주주순익	19	1,080	-98.2	162	-88.1	934	-97.9	759	-97.5

자료: 공정공사, DB금융투자

도표 2. CJ제일제당 대한통운 제외 기준 부문별 실적 Review

(단위: 억원 %)

	3Q19P	3Q18	%YoY	DB추정치	%차이	컨센서스*	%차이
매출액	34,461	27,450	25.5	35,945	-4.1	34,840	-1.1
식품부문	22,246	14,564	52.7	22,777	-2.3	-	-
가공	17,526	9,721	80.3	17,862	-1.9	-	-
- 쉬원즈외가공	10,927	9,721	12.4	11,762	-7.1	-	-
- 쉬원즈	6,599	-	-	6,100	8.2	-	-
소재	4,720	4,842	-2.5	4,915	-4.0	-	-
바이오부문	12,215	12,887	-5.2	13,167	-7.2	-	-
바이오	7,191	7,357	-2.3	7,488	-4.0	-	-
생물자원	5,024	5,530	-9.2	5,679	-11.5	-	-
영업이익	1,810	2,111	-14.3	1,958	-7.5	1,594	13.6
식품부문	1,315	1,392	-5.5	1,487	-11.6	-	-
- 쉬원즈외식품	834	1,392	-40.1	965	-13.5	-	-
- 쉬원즈	259	-	-	287	-9.7	-	-
바이오부문	495	719	-31.2	471	5.2	-	-
바이오	525	544	-3.5	562	-6.5	-	-
생물자원	-30	175	적자전환	-91	-	-	-

자료: 공정공사, DB금융투자 * 컨센서스는 최근 3개사 리포트 평균

도표 3. CJ제일제당 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2018	2019E	2020E	
대한통운체외	매출액	25,122	23,675	27,450	26,505	28,107	31,864	34,461	36,445	102,752	130,878	140,541
	식품부문	13,162	12,292	14,564	12,700	17,205	19,549	22,246	22,208	52,717	59,208	65,164
	가공	8,535	7,695	9,721	8,430	12,701	15,369	17,526	17,661	34,381	63,257	71,533
	-쉬완즈외 가공	8,535	7,695	9,721	8,430	10,327	9,289	10,927	10,714	34,381	41,257	47,033
	-쉬완즈	-	-	-	-	2,374	6,080	6,599	6,947	-	22,000	24,500
	소재	4,627	4,597	4,842	4,270	4,504	4,180	4,720	4,547	18,336	17,951	18,130
바이오부문		10,814	11,383	12,887	13,805	10,902	12,315	12,215	14,237	48,889	49,670	50,878
	바이오	5,920	6,141	7,357	7,739	5,894	7,422	7,191	7,321	27,157	27,829	28,709
	생물자원	4,894	5,242	5,530	6,066	5,008	4,893	5,024	6,916	21,732	21,841	22,168
	제약	1,146	-	-	-	-	-	-	-	1,146	-	-
영업이익		1,707	1,312	2,111	1,042	1,436	1,054	1,810	1,626	6,173	5,953	6,970
식품부문		1,168	686	1,392	329	1,009	540	1,315	1,099	3,575	3,962	4,650
	-쉬완즈외 식품	1,168	686	1,392	329	893	373	834	417	3,575	2,942	3,457
	-쉬완즈	-	-	-	-	116	167	259	478	-	1,020	1,193
바이오부문		419	626	719	713	427	514	495	527	2,477	1,990	2,321
	바이오	484	449	544	464	524	594	525	561	1,941	2,230	2,387
	생물자원	-65	177	175	249	-97	-80	-30	-33	536	-240	-67
	제약	120	-	-	-	-	-	-	-	120	-	-
영업이익률		6.8	5.5	7.7	3.9	5.1	3.3	5.3	4.5	6.0	4.5	5.0
식품부문		8.9	5.6	9.6	2.6	5.9	2.8	5.9	4.9	6.8	6.7	7.1
바이오부문		3.9	5.5	5.6	5.2	3.9	4.2	4.1	3.7	5.1	4.0	4.6
	바이오	8.2	7.3	7.4	6.0	8.9	8.0	7.3	7.7	7.1	8.0	8.3
	생물자원	-1.3	3.4	3.2	4.1	-1.9	-1.6	-1.6	-0.5	2.5	-1.1	-0.3
연결기준	매출액	43,486	44,537	49,456	49,221	50,178	55,153	58,581	60,936	186,701	224,848	243,706
	영업이익	2,103	1,846	2,652	1,727	1,791	1,753	2,727	2,356	8,327	8,628	10,338
	세전이익	1,122	10,481	1,624	-285	765	443	684	874	12,942	2,767	4,819
	당기순이익	721	7,834	1,208	-509	409	395	171	656	9,254	1,632	3,518
	지배주주 순이익	625	7,585	1,080	-538	409	162	19	634	8,752	1,224	2,990

자료: 공정공사, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,963	5,522	5,082	5,403	5,790
현금및현금성자산	591	548	63	55	170
매출채권및기타채권	2,445	2,742	2,725	2,917	3,082
재고자산	1,304	1,498	1,551	1,681	1,779
비유동자산	11,905	13,975	14,416	14,594	14,672
유형자산	8,179	9,742	10,300	10,537	10,670
무형자산	2,758	3,070	2,953	2,894	2,839
투자자산	429	550	550	550	550
자산총계	16,868	19,497	20,039	20,538	21,003
유동부채	5,497	6,680	7,016	7,219	7,347
매입채무및기타채무	2,299	2,288	2,641	2,859	3,002
단기应付및단기차채	1,914	2,625	2,615	2,605	2,595
유동성장기부채	915	1,118	1,118	1,113	1,108
비유동부채	5,227	5,508	5,608	5,548	5,548
사채및장기차입금	4,262	4,150	4,250	4,250	4,190
부채총계	10,724	12,189	12,624	12,827	12,896
자본금	73	82	82	82	82
자본잉여금	833	1,412	1,412	1,412	1,412
이익잉여금	2,903	3,694	3,761	4,004	4,332
비자본주자분	2,769	2,525	2,566	2,619	2,687
자본총계	6,144	7,308	7,415	7,711	8,108

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,181	471	1,654	1,487	1,600
당기순이익	413	925	163	352	453
현금유동이없는비용및수익	904	483	1,301	1,375	1,441
유형및무형자산상각비	566	641	917	967	999
영업관련자산부채변동	-24	-754	304	-109	-126
매출채권및기타채권의감소	-273	-20	17	-192	-166
재고자산의감소	8	-374	-53	-130	-99
매입채권및기타채무의증가	401	-166	353	218	144
투자활동현금흐름	-1,464	-1,035	-1,348	-1,140	-1,071
CAPEX	-1,450	-1,675	-1,358	-1,095	-1,027
투자자산의순증	387	-121	0	0	0
재무활동현금흐름	265	521	-249	-355	-414
사채및여기금의증가	499	834	90	-15	-75
자본금및자본잉여금의증가	-91	588	0	0	0
배당금지급	-35	-43	-56	-56	-56
기타현금흐름	-36	-1	-541	0	0
현금의증가	-54	-43	-484	-8	115
기초현금	644	591	548	63	55
기말현금	591	548	63	55	170

자료: CJ 제일제당, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	16,477	18,670	22,485	24,371	25,801
매출원가	12,922	15,126	18,102	19,565	20,686
매출총이익	3,555	3,544	4,383	4,806	5,115
판관비	2,778	2,711	3,520	3,772	3,935
영업이익	777	833	863	1,034	1,180
EBITDA	1,343	1,473	1,780	2,001	2,179
영업외손익	-192	462	-586	-551	-560
금융순익	67	-253	-430	-441	-446
투자순익	-5	-5	5	5	5
기타영업외손익	-254	720	-161	-115	-119
세전이익	584	1,294	277	482	620
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	413	925	163	352	453
자비주주지분순이익	370	875	122	299	385
비자본주주지분순이익	43	50	41	53	68
총포괄이익	-52	889	163	352	453
증감률(%YoY)					
매출액	13.1	13.3	20.4	8.4	5.9
영업이익	-7.9	7.2	3.6	19.8	14.2
EPS	34.3	111.1	-86.7	150.1	29.1

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

주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	27,803	58,706	7,819	19,556	25,248
BPS	232,686	291,963	296,008	310,839	330,901
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
Multiple(배)					
P/E	13.2	5.6	30.4	12.2	9.4
P/B	1.6	1.1	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.5	10.2	7.9	7.1	6.5
수익성(%)					
영업이익률	47	45	38	42	46
EBITDA마진	8.1	7.9	7.9	8.2	8.4
순이익률	2.5	5.0	0.7	1.4	1.8
ROE	10.9	21.5	2.5	6.0	7.3
ROA	2.5	5.1	0.8	1.7	2.2
ROIC	4.5	4.3	3.4	4.9	5.5
안정성및기타					
부채비율(%)	174.6	166.8	170.2	166.3	159.1
이자보상배율(배)	3.8	3.4	3.0	3.6	4.2
배당성향(배)	9.3	5.6	31.5	14.6	11.4

주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료는 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주주업무를 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 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2019-10-20 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 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%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

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

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 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	-28.5	-19.2			
19/08/29	Buy	328,000	-	-			

주: *표는 담당자 변경

DB Financial Investment