

CJ제일제당 (097950)

4Q19 Pre: 순항 중

4Q19 Pre: 10~11월은 순항 중

4분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 5조 9,078억원(YoY 20.0%), 1,991억원(YoY 15.3%)으로 추정한다. 물류 제외한 매출액 및 영업이익은 각각 3조 4,379억원(YoY 29.7%), 1,141억원(YoY 9.5%)으로 예상된다. '쉬안즈' 인수 효과 제 거시 본업 영업이익은 전년대비 19.3% 감소할 것으로 전망한다. 가공식품에서의 진천공장 고정비 증가 및 SKU 구조 조정 기인한 재고폐기손실(50억원 내외 예상) 반영이 예상되는 점이 감익의 원인이다. 베트남 돈가 반등에 기인한 생물 자원의 실적 턴어라운드 및 전년 바이오 부문 기저효과는 긍정적이다.

내년을 보면 대형주 중 가장 편안

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. CJ 그룹 차원의 강력한 수익성 개선 작업이 진행되고 있는 것으로 파악된다. 내년 가공 마진이 YoY 100bp만 개선 되어도 500억원 이상의 이익 개선('쉬안즈' 제외)이 가능하다. 올해 재고폐기손실 등 일회성 요인까지 감안하면 기저효과가 본격화될 것이다. '쉬안즈'와의 시너지도 기대해 볼 만하다. 하반기 CJ제일제당 동부 영업망을 '쉬안즈'로 이관하는 절차가 진행 중인 것으로 파악된다. 내년부터 통합 영업을 가능할 것으로 판단된다. 생물자원은 내년 실적 턴어라운드가 예상된다. 바이오는 주요 아미노산 판가 반등(라이신, 메치오닌)에 따른 이익 레버리지 효과를 기대할 수 있어 긍정적이다.

재무구조 개선 작업 긍정적

CJ제일제당은 재무구조 개선 의지를 피력해왔다. 가양동 유 휴부지 매각 및 연결 자회사 'CJ아메리카' 유상증자를 통해 단기 차입금은 1조원 이상 감소할 것으로 판단된다. 내년 실적 개선이 전망되고 주가는 역사적 밴드 하단에서 거래 중이다. 업종 내 대형주 가운데 가장 편안하다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 370,000원 | CP(12월 11일): 252,000원

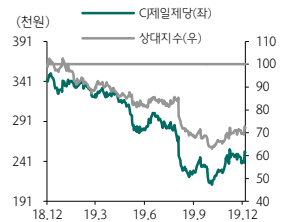
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,105.62
52주 최고/최저(원)	351,000/212,000
시가총액(십억원)	3,793.7
시가총액비중(%)	0.31
발행주식수(천주)	15,054.2
60일 평균 거래량(천주)	41.8
60일 평균 거래대금(십억원)	9.9
19년 배당금(예상, 원)	3,500
19년 배당수익률(예상, %)	1.39
외국인지분율(%)	20.79
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 8 인	45.51
국민연금공단	12.30
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.9 (11.3) (27.6)
상대	6.8 (11.0) (29.4)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	22,295.1	24,235.4
영업이익(십억원)	820.5	972.8
순이익(십억원)	167.9	374.9
EPS(원)	7,321	18,002
BPS(원)	305,449	320,337

Stock Price



Financial Data

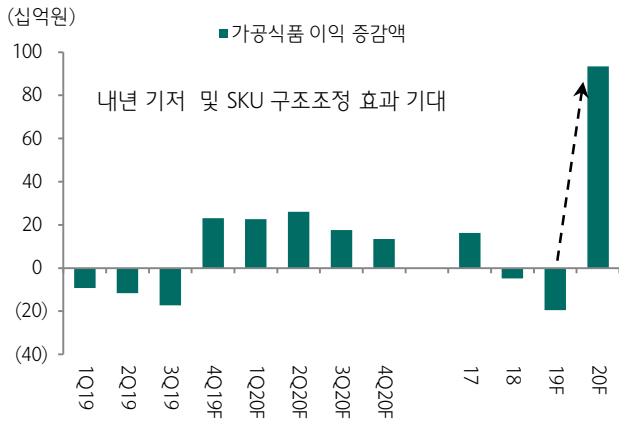
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	16,477.2	18,670.1	22,299.0	24,131.2	25,820.4
영업이익	십억원	776.6	832.7	826.2	1,015.0	1,137.7
세전이익	십억원	584.3	1,294.2	268.3	525.1	659.5
순이익	십억원	370.2	875.2	107.2	303.5	345.3
EPS	원	25,536	54,173	6,543	18,527	21,080
증감률	%	34.1	112.1	(87.9)	183.2	13.8
PER	배	14.33	6.10	38.52	13.60	11.95
PBR	배	1.53	1.11	0.84	0.80	0.75
EV/EBITDA	배	10.55	10.16	9.55	8.43	7.79
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

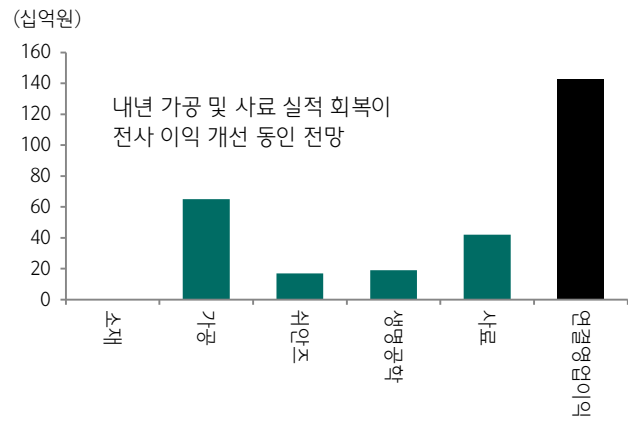
RA 권중하
02-3771-3126
shkon1215@hanafn.com

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



자료: 하나금융투자

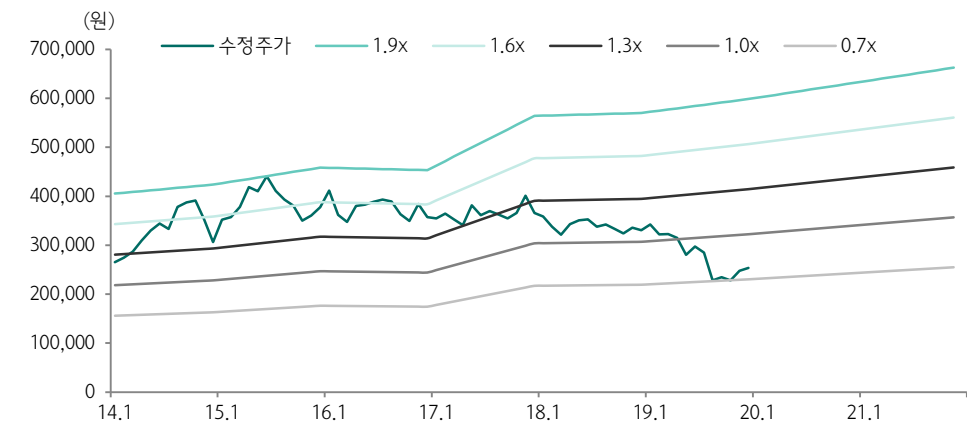
그림 2. CJ제일제당 2020년 사업부별 이익 증감액 전망



자료: 하나금융투자

그림 3. CJ제일제당 12개월 Fwd PBR 밴드

역사적 밴드 하단 거래 중



자료: 하나금융투자

표 1. C제일제당 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19F	20F
매출액	5,017.8	5,515.3	5,858.1	5,907.8	5,740.6	5,921.6	6,245.5	6,223.6	18,670.1	22,299.0	24,131.2
① 소재	450.4	418.0	472.0	414.2	450.4	418.0	472.0	414.2	1,833.6	1,754.6	1,754.6
② 가공	1,270.1	1,536.9	1,752.6	1,611.9	1,770.9	1,677.3	1,912.9	1,780.1	3,438.1	6,171.5	6,824.1
- 국내	810.3	704.9	846.9	675.2	875.1	761.3	914.7	729.2	2,762.1	3,037.2	3,340.9
- 해외	220.0	224.0	245.8	256.7	295.8	289.8	318.6	350.6	676.0	946.5	1,183.1
- 쉬안즈	240.3	608.0	659.9	680.0	600.0	626.2	679.7	700.4		2,188.2	4,554.2
③ 바이오	589.4	742.2	719.1	805.2	635.7	798.8	763.8	865.2	2,715.7	2,855.9	3,063.5
④ 생물자원	500.8	489.3	502.4	606.6	515.8	504.0	517.5	624.8	2,173.2	2,099.1	2,162.1
⑤ 물류	2,432.7	2,534.8	2,621.8	2,750.0	2,616.0	2,750.0	2,810.0	2,843.0	9,219.7	10,339.3	11,019.0
YoY	15.4%	23.8%	18.5%	20.0%	14.4%	7.4%	6.6%	5.3%	13.3%	19.4%	8.2%
① 소재	-2.7%	-9.1%	-2.5%	-3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-6.5%	-4.3%	0.0%
② 가공	16.0%	12.3%	6.8%	5.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	9.9%	79.5%	10.6%
③ 바이오	-0.4%	20.9%	-2.3%	4.0%	7.9%	7.6%	6.2%	7.4%	25.3%	5.2%	7.3%
④ 생물자원	2.3%	-6.7%	-9.2%	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.9%	-3.4%	3.0%
⑤ 물류	21.5%	11.0%	8.4%	9.3%	7.5%	8.5%	7.2%	3.4%	39.3%	12.1%	6.6%
영업이익	179.1	175.3	272.7	199.1	242.7	232.7	293.5	246.0	832.7	826.2	1,015.0
① 소재	23.6	18.0	32.1	7.0	24.8	18.8	28.3	8.3	95.6	80.7	80.2
② 가공	77.3	36.0	99.4	48.6	100.0	62.0	117.4	62.4	261.9	261.3	341.8
③ 바이오	52.4	59.3	52.5	58.4	56.0	64.0	60.0	64.0	194.1	222.6	244.0
④ 생물자원	(9.7)	(7.9)	(3.0)	0.0	0.0	4.0	7.8	9.4	53.6	(20.6)	21.2
⑤ 물류	45.3	71.8	88.7	85.0	72.0	85.0	80.0	102.0	242.7	290.8	339.0
YoY	-14.8%	-5.0%	2.8%	15.3%	35.6%	32.7%	7.6%	23.6%	7.2%	-0.8%	22.9%
① 소재	-21.8%	-14.3%	-13.6%	-3.9%	5.0%	4.5%	-11.8%	17.6%	17.5%	-15.6%	-0.7%
② 가공	-10.8%	-24.4%	-2.6%	90.2%	29.3%	72.3%	18.1%	28.3%	-6.9%	-0.2%	30.8%
③ 바이오	8.3%	32.1%	-3.5%	25.9%	6.9%	7.9%	14.3%	9.6%	42.1%	14.7%	9.6%
④ 생물자원	C/R	T/R	T/R	N/A	N/A	T/B	T/B	N/A	T/B	T/R	T/B
⑤ 물류	0.0%	25.7%	67.7%	-2.7%	58.9%	18.4%	-9.8%	20.0%	3.0%	19.8%	16.6%
OPM	3.6%	3.2%	4.7%	3.4%	4.2%	3.9%	4.7%	4.0%	4.5%	3.7%	4.2%
① 소재	5.2%	4.3%	6.8%	1.7%	5.5%	4.5%	6.0%	2.0%	5.2%	4.6%	4.6%
② 가공	6.1%	2.3%	5.7%	3.0%	5.6%	3.7%	6.1%	3.5%	7.6%	4.2%	5.0%
③ 바이오	8.9%	8.0%	7.3%	7.3%	8.8%	8.0%	7.9%	7.4%	7.1%	7.8%	8.0%
④ 생물자원	-1.9%	-1.6%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.8%	1.5%	1.5%	2.5%	-1.0%	1.0%
⑤ 물류	1.9%	2.8%	3.4%	3.1%	2.8%	3.1%	2.8%	3.6%	2.6%	2.8%	3.1%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

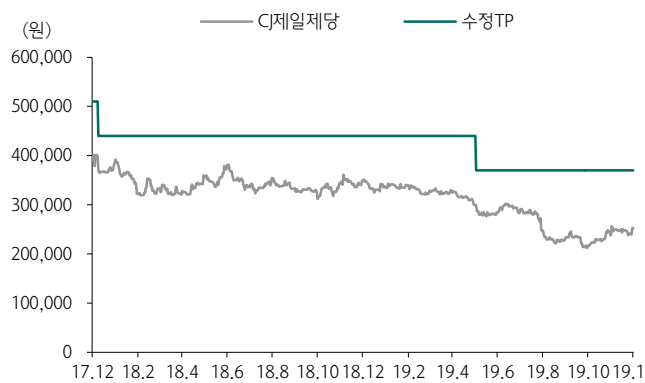
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	16,477.2	18,670.1	22,299.0	24,131.2	25,820.4
매출원가	12,922.5	15,126.5	18,188.6	19,737.9	21,093.7
매출총이익	3,554.7	3,543.6	4,110.4	4,393.3	4,726.7
판매비	2,778.1	2,710.9	3,284.2	3,378.4	3,589.0
영업이익	776.6	832.7	826.2	1,015.0	1,137.7
금융손익	66.8	(252.6)	(162.2)	(166.9)	(165.3)
중속/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 순이익	42.6	50.2	41.0	53.6	60.9
지배주주순이익	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
주가지표(배)					
PER	14.3	6.1	38.5	13.6	12.0
PBR	1.5	1.1	0.8	0.8	0.8
PCFR	4.0	3.8	3.8	3.0	2.7
EV/EBITDA	10.5	10.2	9.6	8.4	7.8
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
채고자산	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					
	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

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

C제일제당



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.14	BUY	370,000		
17.12.20	BUY	440,000	-23.13%	-10.91%
17.12.19	BUY	510,000		

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

- 투자이견의 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	89.7%	10.3%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 12월 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 12월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2019년 12월 12일 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.