

# CJ제일제당

# BUY(유지)

097950 기업분석 | 음식료

목표주가(유지)	328,000원	현재주가(12/20)	241,500원	Up/Downside	+35.8%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 12. 23

## 빠르지 않은 스타트. 그러나 멀리 갈 듯

### ▶ 탐방 Comment

**최근 영업동향 점검:** 가공식품 SKU(제품품목수)정리는 3Q19 400여개를 진행했고, 4Q19에도 활발히 진행 중이다. 다만, 판촉 축소에 따라 국내 가공식품 성장률이 다소 둔화되고 있다. 수익성 중심의 경영 기조로 전환했지만 초기 스타트 시점부터 개선 효과가 발생하지는 않을 것으로 추정한다. 4Q19 국내 가공식품 영업이익의 전년 대비 감소폭은 축소되었지만 소폭 역성장 가능성이 있다. 소재식품도 마케팅 효과로 매출이 감소할 것으로 추정되며 영업이익은 전년 수준을 유지할 것으로 추정한다. 쉬와즈 영업이익은 PPA비용(M&A관련 비용) 집행(-123억원)에 따라 300억대 중반을 기록할 것으로 전망한다. 2020년에도 쉬와즈관련 PPA비용은 연간을 400억원 가량 발생할 것으로 파악된다. 사료의 경우 베트남 돈가 회복은 긍정적이지만, 인도네시아 육계가격의 혼조세 등으로 4Q19에도 소폭 적자를 기록할 것으로 추정한다. 바이오 제품 가격은 라이신 등이 최근 바닥에서 상승하고 있지만 아직 강한 반등 움직임은 없으며 바이오 4Q19 영업이익은 전년 수준을 기록할 것으로 추정한다. 가양동 부지 매각의 매각 차익(장부가 5,000억원 수준) 4Q19 반영될 예정이며, 유입되는 현금 모두 차입금 상환에 소요될 예정이다. 구로동 공장 부지도 세일즈인 리스백 방식으로 유통화할 예정이며, CJ아메리카는 전환상환우선주 발행 등으로 통한 자금 조달을 계획 중이다.

### ▶ Action

**4Q19 대통제외 OP +10%YoY, 인내를 가지고 지속 매수:** 최근 부문별 사업동향을 점검해 보면 대통운 제외기준 4Q19 영업이익은 10.1%YoY증가한 1,148억원 수준을 기록할 것으로 추정한다. 3Q19 M&A와 양적성장 중심의 경영방식을 질적성장, 수익성 중심으로 전환을 발표한 이후 첫분기 실적이라는 점에서 무난한 수준으로 평가한다. 비록 스타트가 그렇게 빠르지는 않겠지만 동사의 실적 개선 레이스는 장거리 경주가 될 가능성이 높다. 인내를 가지고 지속적인 매수 접근을 권고한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	212,000/343,000원
매출액	16,477	18,670	22,454	24,578	26,041	KOSDAQ /KOSPI	650/2,204pt
(증가율)	13.1	13.3	20.3	9.5	6.0	시가총액	36,356억원
영업이익	777	833	840	983	1,113	60일-평균거래량	42,751
(증가율)	-7.9	7.2	0.8	17.1	13.2	외국인지분율	20.5%
지배주주순이익	370	875	255	299	388	60일-외국인지분율변동추이	-1.5%p
EPS	27,803	58,706	16,639	19,545	25,479	주요주주	CJ 외 8인 45.5%
PER (H/L)	15.0/12.0	6.7/5.2	14.5	12.3	9.5	(천원)	
PBR (H/L)	1.8/1.4	1.3/1.1	0.8	0.8	0.7	500	
EV/EBITDA (H/L)	11.1/10.2	10.7/9.6	8.0	7.2	6.6	0	
영업이익률	4.7	4.5	3.7	4.0	4.3	18/12	
ROE	10.9	21.5	5.2	5.9	7.2	19/04	
						19/07	
						19/10	

주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-2.6	3.2	-28.0
상대기준	-6.1	-2.1	-32.7

도표 1. CJ제일제당 연결 기준 부문별 실적 전망

(단위: 억원, %)

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
대한통운 매출액	26,505	28,107	31,864	34,461	35,465	33,171	33,648	36,962	37,057	102,752	129,898	140,837
제외												
식품부문	12,700	17,205	19,549	22,246	21,988	21,722	21,111	24,024	23,784	52,717	58,988	64,941
가공	8,430	12,701	15,369	17,526	17,661	17,173	16,889	19,257	19,414	34,381	63,257	72,733
-쉬완즈외가공	-	10,327	9,289	10,927	10,714	11,773	10,589	12,457	12,214	34,381	41,257	47,033
-쉬완즈	-	2,374	6,080	6,599	6,947	5,400	6,300	6,800	7,200	-	22,000	25,700
소재	4,270	4,504	4,180	4,720	4,327	4,549	4,222	4,767	4,370	18,336	17,731	17,908
바이오부문	13,805	10,902	12,315	12,215	13,476	11,449	12,537	12,938	13,273	48,889	48,909	50,196
바이오	7,739	5,894	7,422	7,191	7,321	6,366	7,570	7,838	7,026	27,157	27,829	28,800
생물자원	6,066	5,008	4,893	5,024	6,155	5,083	4,966	5,099	6,247	21,732	21,080	21,396
계약	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,146	-	-
영업이익	1,042	1,436	1,054	1,810	1,148	1,767	1,327	2,191	1,299	6,173	5,475	6,584
식품부문	329	1,009	540	1,315	679	1,270	709	1,567	691	3,575	3,543	4,238
-쉬완즈외식품	329	893	373	834	128	1,006	482	997	176	3,575	2,643	3,070
-쉬완즈	-	116	167	259	358	265	227	347	330	-	900	1,168
바이오부문	713	427	514	495	469	497	618	624	607	2,477	1,932	2,346
바이오	464	524	594	525	494	522	613	604	564	1,941	2,164	2,303
생물자원	249	-97	-80	-30	-25	-25	5	20	43	536	-232	43
계약	-	-	-	-	-	-	-	-	-	120	-	-
영업이익률	3.9	5.1	3.3	5.3	3.2	5.3	3.9	5.9	3.5	6.0	4.2	4.7
식품부문	2.6	5.9	2.8	5.9	3.1	5.8	3.4	6.5	2.9	6.8	6.0	6.5
바이오부문	5.2	3.9	4.2	4.1	3.5	4.3	4.9	4.8	4.6	5.1	4.0	4.7
연결기준 매출액	49,221	50,178	55,153	58,581	60,633	57,887	59,437	63,553	64,899	186,701	224,545	245,777
영업이익	1,727	1,791	1,753	2,727	1,959	2,234	2,179	3,288	2,130	8,327	8,397	9,832
세전이익	-285	765	443	684	3,176	859	839	1,943	1,066	12,942	5,235	4,708
당기순이익	-509	409	395	171	2,260	627	613	1,418	778	9,254	3,403	3,437
지배주주 순이익	-538	409	162	19	1,962	533	521	1,206	730	8,752	2,552	2,990

자료: DB금융투자, 감사보고서

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	4,963	5,522	5,257	5,599	6,005
현금및현금성자산	591	548	244	214	342
매출채권및기타채권	2,445	2,742	2,722	2,940	3,109
재고자산	1,304	1,498	1,549	1,695	1,796
비유동자산	11,905	13,975	14,416	14,581	14,637
유형자산	8,179	9,742	10,300	10,524	10,635
무형자산	2,758	3,070	2,953	2,894	2,839
투자자산	429	550	550	550	550
자산총계	16,868	19,497	20,214	20,722	21,183
유동부채	5,497	6,680	7,014	7,234	7,365
매입채무및기타채무	2,299	2,288	2,638	2,874	3,020
단기차입금및담기차채	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	5,608	5,548
사채및장기차입금	4,262	4,150	4,250	4,250	4,190
부채총계	10,724	12,189	12,622	12,842	12,913
자본금	73	82	82	82	82
자본잉여금	833	1,412	1,412	1,412	1,412
이익잉여금	2,903	3,694	3,893	4,136	4,468
비자배주주지분	2,769	2,525	2,610	2,655	2,713
자본총계	6,144	7,308	7,592	7,880	8,270

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	16,477	18,670	22,454	24,578	26,041
매출원가	12,922	15,126	18,095	19,811	20,942
매출총이익	3,555	3,544	4,359	4,766	5,098
판매비	2,778	2,711	3,520	3,783	3,985
영업이익	777	833	840	983	1,113
EBITDA	1,343	1,473	1,757	1,949	2,109
영업외손익	-192	462	-316	-513	-503
영업손익	67	-253	-430	-373	-356
투자손익	-5	-5	4	4	4
기타영업외손익	-254	720	110	-144	-151
세전이익	584	1,294	523	471	611
중간사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	413	925	340	344	446
자배주주지분순이익	370	875	255	299	388
비자배주주지분순이익	43	50	85	45	58
총포괄이익	-52	889	340	344	446
증감률(%YoY)					
매출액	13.1	13.3	20.3	9.5	6.0
영업이익	-7.9	7.2	0.8	17.1	13.2
EPS	34.3	111.1	-71.7	17.5	30.4

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	1,181	471	1,832	1,448	1,582
당기순이익	413	925	340	344	446
현금유출이없는비용및수익	904	483	1,368	1,366	1,431
유형및무형자산상각비	566	641	917	966	995
영업관련자산부채변동	-24	-754	307	-135	-130
매출채권및기타채권의감소	-273	-20	21	-218	-169
재고자산의감소	8	-374	-51	-146	-101
매입채무및기타채무의증가	401	-166	350	235	146
투자활동현금흐름	-1,464	-1,035	-1,346	-1,122	-1,041
CAPEX	-1,450	-1,675	-1,358	-1,081	-1,001
투자자산의순증	387	-121	0	0	0
재무활동현금흐름	265	521	-249	-355	-414
사채및차입금의 증가	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	-304	-30	128
기초현금	644	591	548	244	214
기말현금	591	548	244	214	342

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)	27,803	58,706	16,639	19,545	25,479
BPS	232,686	291,963	304,113	318,934	339,208
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
Multiple(배)					
P/E	13.2	5.6	14.5	12.3	9.5
P/B	1.6	1.1	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.5	10.2	8.0	7.2	6.6
수익성(%)					
영업이익률	4.7	4.5	3.7	4.0	4.3
EBITDA마진	8.1	7.9	7.8	7.9	8.1
순이익률	2.5	5.0	1.5	1.4	1.7
ROE	10.9	21.5	5.2	5.9	7.2
ROA	2.5	5.1	1.7	1.7	2.1
ROIC	4.5	4.3	3.6	4.7	5.2
안정성및기타					
부채비율(%)	174.6	166.8	166.2	163.0	156.1
이자보상배율(배)	3.8	3.4	3.0	3.5	3.9
배당성향(배)	9.3	5.6	15.1	15.0	11.5

자료: CJ 제일제당, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)

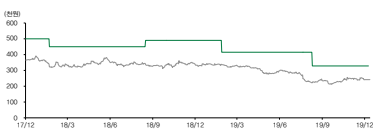
기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

CJ제일제당 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
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