



## BUY(Maintain)

목표주가: 350,000원 (상향)

주가(2/12): 266,500원

시가총액: 40,119억원

## 음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 조영환

02) 3787-0335 yh.cho@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (2/12)		2,238.38pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	339,500원	212,000원
등락률	-21.5%	25.7%
수익률	절대	상대
1M	16.1%	14.5%
6M	9.9%	-4.6%
1Y	-19.7%	-21.4%

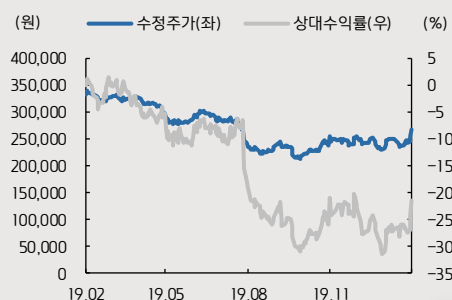
## Company Data

발행주식수	15,054천주
일평균 거래량(3M)	38천주
외국인 지분율	20.3%
배당수익률(19P)	1.3%
BPS(19P)	297,525원
주요 주주	CJ 외 8 인 45.5%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	18,670.1	22,352.5	23,892.0	25,428.4
영업이익	832.7	896.8	1,041.3	1,138.1
EBITDA	1,473.3	1,697.6	1,893.5	2,035.6
세전이익	1,294.2	338.8	571.5	661.6
순이익	925.4	191.0	408.7	473.1
지배주주지분순이익	875.2	152.5	346.1	385.7
EPS(원)	54,173	9,312	21,128	23,542
증감률(%, YoY)	112.1	-82.8	126.9	11.4
PER(배)	6.1	28.6	12.6	11.3
PBR(배)	1.13	0.90	0.85	0.79
EV/EBITDA(배)	10.2	9.0	8.2	7.7
영업이익률(%)	4.5	4.0	4.4	4.5
ROE(%)	21.5	3.2	6.9	7.2
순차입금비율(%)	100.0	71.4	70.8	69.7

## Price Trend



## CJ제일제당 (097950)

## 의미 있는 실적 턴어라운드 시현



CJ제일제당의 4Q19 연결기준 영업이익은 2,698억원, 대한통운 제외기준 영업이익은 1,721억원으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 생물자원과 바이오 사업부의 실적 호조가 컨센 상회의 핵심 요인이었으며, 국내 가공식품 이익이 증가세로 턴한 점도 긍정적이다. 향후에는 1) 수익성/재무구조 개선 속도, 2) 미국 사업 시너지, 3) 바이오/생물자원 시황 가시성이 주가 흐름에 중요하게 작용할 것이다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 영업이익 2,698억원으로 시장 컨센서스 상회

CJ제일제당의 4Q19 연결기준 영업이익은 2,698억원(+56% YoY), 대한통운 제외기준 영업이익은 1,721억원(+65% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 생물자원과 바이오 사업부의 실적이 컨센서스 상회를 견인한 가운데, 세부실적의 당사 기대치 대비 상회 요인과 하회 요인을 나누어 보면 아래와 같다.

• 당사 기대치 대비 **상회 요인**: 1) 베트남 돈가 상승으로 생물자원 사업부 이익 기대치 상회(+400억원 이상 상회), 2) 핵산 시황 호조로 바이오 사업부 이익 기대치 상회, 3) 구정 선물세트 매출 조기 반영 영향(소재 OP +20억원, 가공 OP +80억원)

• 당사 기대치 대비 **하회 요인**: 1) 인수시점 평가법인과 결산 외부감사인 견해 차이로 슈완스 PPA 상각비가 예상 보다 컸음(당사 기존 기대치 150억원, 실제치 291억원), 2) K-IFRS와 US-GAAP간의 재고자산 평가방법의 차이로 슈완스 재고평가 관련 손실이 반영(278억원)

## &gt;&gt;&gt; 의미 있는 실적 턴어라운드 시현

동사는 4Q18 이후 처음으로 대한통운 제외기준 영업이익이 YoY 증익으로 턴하였다. 오랜 기간의 이익 감소가 마무리 되었다는 점은 긍정적으로 평가 받을 만하다.

**가공식품**은 구정 선물세트 매출 조기 반영에 따른 영향을 제외하더라도 약 100억원 수준의 영업이익이 전년동기 대비 증가하였다. 동사가 실시한 가공식품 SKU 구조조정과 판촉자원 효율화 전략의 효과가 일부 나타난 것으로 판단된다. **바이오**는 중국 ASF 발생에 따른 라이신/트립토판 시황 부진을 핵산 시황 호조로 커버하였다. 한편, **생물자원** 부문의 영업이익이 시장 기대치와 실제 수치의 가장 큰 차이를 만들었는데, 시황 변동성으로 인해 향후에도 매분기 400억대의 이익을 기대하기는 쉽지 않을 것으로 판단된다. 다만, 베트남 ASF 영향이 최악의 상황을 지났다는 측면에서 긍정적인 평가가 가능할 것이다.

물론, 전사 실적 측면에서 슈완스 관련 PPA 상각비가 4Q19에 증가한 부분은 다소 우려 요인이며, 향후에도 지속적으로 점검해야 할 부분으로 판단된다.

향후 관전 포인트는,  
1) 수익성/재무구조  
개선 속도

그렇다면, 향후 CJ제일제당의 주가 흐름 관련하여 핵심 관전포인트는 무엇일까?

첫째, 수익성과 재무구조 개선 속도가 중요하다. 특히, 국내 가공식품 수익성 개선 속도가 중요한데, 단기적으로는 신종 코로나바이러스 영향으로 인해 수요 부진 우려가 있고, 중기적으로는 배달음식 수요의 고성장세가 HMR 수요에 대한 위협 요인으로 판단된다. 다만, 4Q19에 전사 Capex가 500억원 언더로 급감하였고, 올해 전사 Capex 가이드선도 전년 대비 2천억원 이상 감소했다는 점(1조원 -> 7~8천억원), 그리고 최근에 육가공품 가격 인상이 단행된 점은 수익성에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다.

더불어, 작년도 비지배주주순이익이 385억원으로 다소 안정화 되었는데, 해당 추세가 지속될지 여부에도 관심을 가질 필요가 있을 것으로 판단된다.

한편, 향후 재무구조 개선 속도는 예측이 쉽지 않은 상황이다. 가양동 부지 매각을 통해 어느 정도 급한 이슈들도 해결이 된 상황이다. 다만, 순차입금이 급격하게 감소하기 위해서는 최근 물적분할 된 생물자원 법인이 어떻게 활용되는지가 중요할 것으로 판단된다.

2) 미국 사업 시너지

둘째, 미국 가공식품 사업 시너지가 중요하다. 동사는 슈완스 인수 이후 미국 식품 사업 확대에 박차를 가하고 있다. 다만, 작년은 기업 인수 이후 안정화에 공을 들였고, 기존 미국 식품 사업도 수익성 개선 차원에서 판촉비 효율화가 진행되면서, 4분기로 갈수록 매출 성장률이 둔화된 상황이다.

동사는 올해 미국 식품 사업 확대를 위해 다양한 전략을 추진할 계획인데, 1) B2B 조직 통합, 2) 비비고 만두 채널 확대 성과가 중요할 것으로 판단된다. 슈완스가 가지고 있는 Food Service(학교급식/편의점 등) 경로를 활용하기 위해, 지난 1월에 TMI의 B2B 사업이 슈완스로 이관된 상황이다. 회사는 이를 통해 올해 시너지 매출 6천만달러를 기대하고 있다.

한편, B2C 측면에서는 Grocery 경로에 대한 통합을 추진할 예정인데, 기존 미국 사업의 핵심 제품인 '비비고 만두'의 매출이 슈완스의 영업망을 통해 얼마나 확대될 수 있는지에 관심을 가져야 한다. 동사는 1분기에 전국 영업망을 가지고 있는 Kroger를 비롯해 다양한 지역 유통 채널에 입점하는 것을 추진하고 있다.

3) 바이오/생물자원 시장의  
가시성 중요

바이오/생물자원 사업부의 실적 가시성도 중요하다. 바이오는 핵산 시장 호조로 인해, 전반적으로 양호한 실적을 나타낸 것이 사실이나, 중국 ASF 영향으로 라이신/트립토판 등의 시장이 부진한 것은 여전히 우려 요인이다. 게다가 최근에 신종 코로나바이러스가 중국에서 확대되면서, 일정 기간 물류 차질이 있을 가능성도 배제할 수 없다.

생물자원은 실적 레벨에 대한 예측은 어렵지만, YoY 증익 가시성은 비교적 높은 편이다. 작년 1~3분기 실적이 베트남 돈육가격 부진과 ASF 영향에 따른 살처분 관련 손실로 인해, 전반적으로 기저가 낮은 상황이기 때문이다.

중기적으로는 중국이 얼마나 빠르게 ASF 영향에서 벗어나는지가 중요하다. 이를 통해, 돼지사육두수가 구조적으로 반등하는 국면에 진입하고, 라이신/트립토판 등의 사료첨가제 수요가 회복될 수 있다면, 바이오 사업부가 다시 한번 호황 Cycle을 맞이할 수 있기 때문이다.

투자의견 BUY 유지,  
목표주가는  
35만원으로 상향

CJ제일제당에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 35만원으로 상향한다(실적 추정치 상향 / 목표주가 산출 방식을 SOTP에서 PER 방식으로 변경). 목표주가 산출 방식은 가양동 부지 매각이 완료되었고, 주요 자회사의 지분율이 낮아진 점(슈와스)을 감안하여, 다시 PER 방식으로 변경하였다.

동사는 전사 수익성 및 재무구조 개선 전략으로 인해, 올해부터 다시 이익이 증가세로 접어들 것으로 판단된다. 중장기적으로는 미국 가공식품 사업 성과와 사료첨가제 시장 회복에 따라 추가적인 상승 여력이 결정될 것으로 판단된다.

CJ제일제당 4Q19 연결기준 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	4Q19P	4Q18	(YoY)	3Q19	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	5,961.3	4,922.1	21.1%	5,858.1	1.8%	5,978.3	-0.3%	5,869.0	1.6%
영업이익	269.8	172.7	56.3%	272.7	-1.1%	198.9	35.6%	195.5	38.0%
(OPM)	4.5%	3.5%	1.0%p	4.7%	-0.1%p	3.3%	1.2%p	3.3%	1.2%p
지배주주순이익	93.5	-53.8	흑전	1.9	4755.3%	91.8	1.9%	19.4	382.0%

자료: CJ제일제당, Fn Guide, 키움증권 리서치

CJ제일제당 연결기준 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	1Q20E	2020E	2021E	1Q20E	2020E	2021E	1Q20E	2020E	2021E
매출액	5,669.0	23,837.3	25,291.4	5,589.4	23,892.0	25,428.4	-1.4%	0.2%	0.5%
영업이익	233.3	947.7	1,065.2	236.6	1,041.3	1,138.1	1.4%	9.9%	6.8%
(OPM)	4.1%	4.0%	4.2%	4.2%	4.4%	4.5%	0.1%p	0.4%p	0.3%p
지배주주순이익	66.7	251.7	311.3	77.9	346.1	385.7	16.8%	37.5%	23.9%

자료: 키움증권 리서치

CJ제일제당 목표주가 변경 내역 (단위: 십억원, 배)

EPS(원)	21,731	'20E EPS * 50% + '21E EPS * 50%
Target PER(배)	16.2	가공식품 증익 Cycle 의 상단에서 10% 할인
목표주가(원)	350,000	만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

주요 사업부별 실적 리뷰 상세

부문	주요 내용
식품	- 가공식품: 전체 매출 +66% YoY(슈와스 제외 +19% YoY), 국내 매출 +13% YoY, 글로벌 매출 +393% YoY(슈와스 제외 +37% YoY) 슈와스 매출 6,903 억원, OP 560 억원. 가공식품 기존사업 OP 는 구정 선물세트 조기 반영 효과(80 억원) 제외 시, 약 100 억원 정도 YoY 증익(OPM 4.9%) - 소재식품: 원재료 투입 단가 하락 및 선물세트 매출 조기 인식 효과(20 억원)로 이익 개선
바이오	- 판매량: 라이신/트립토판 감소, 핵산 증가, - 평가: 라이신/트립토판 하락, 핵산 상승 - OP: 이익 개선의 주 요인은 핵산 원가 개선 및 평가 상승. 매출은 전년비 -8% 감소했지만, 영업이익은 +48% 성장한 686 억원
생물자원	- ASF 아시아 전역 확대와 저수익 거래처 디마케팅 지속으로 매출 YoY -17% 감소 - 다만, 베트남 ASF 영향으로 시장 내 돈육 공급 부족 확대되며 돈가 상승한 영향으로 이익 개선 (4Q19 베트남 돈가: +32% YoY, +93% QoQ)
기타	- 순이자비용: 차입금 확대 요인 등으로 인해 전년동기 대비 161 억원 증가(대통제의 기준으로 185 억원 증가) - 영등포 공장 유동화 457 억원, 인제원 매각 128 억원 등의 유형자산처분이익 반영 - 2020 년 가이드선스: 대한통운 제외기준 매출액 +5%, 영업이익 +15% 증가 전망(국내 가공식품 매출 flat, OPM +0.5%p 개선 가정)

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

## CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>5,017.8</b>	<b>5,515.3</b>	<b>5,858.1</b>	<b>5,961.3</b>	<b>5,589.4</b>	<b>5,827.4</b>	<b>6,204.2</b>	<b>6,271.1</b>	<b>18,670.1</b>	<b>22,352.5</b>	<b>23,892.0</b>	<b>25,428.4</b>
(YoY)	15.4%	23.8%	18.5%	21.1%	11.4%	5.7%	5.9%	5.2%	13.3%	19.7%	6.9%	6.4%
식품	1,720.5	1,954.9	2,224.6	2,110.5	2,115.5	2,012.5	2,322.4	2,180.5	5,271.7	8,010.6	8,630.8	9,242.2
(YoY)	30.7%	59.0%	52.8%	66.2%	23.0%	2.9%	4.4%	3.3%	3.6%	52.0%	7.7%	7.1%
소재	450.4	418.0	472.3	418.6	436.9	409.6	462.9	406.0	1,833.6	1,759.3	1,715.4	1,681.1
(YoY)	-2.7%	-9.1%	-2.5%	-2.0%	-3.0%	-2.0%	-2.0%	-3.0%	-6.5%	-4.1%	-2.5%	-2.0%
가공	1,270.1	1,536.9	1,752.3	1,691.9	1,678.6	1,602.9	1,859.5	1,774.4	3,438.1	6,251.3	6,915.4	7,561.1
(YoY)	48.8%	99.7%	80.3%	100.7%	32.2%	4.3%	6.1%	4.9%	9.9%	81.8%	10.6%	9.3%
기존사업	1,029.8	928.9	1,092.4	1,001.6	1,017.7	958.4	1,160.0	1,042.7	3,438.1	4,052.8	4,178.8	4,687.7
(YoY)	20.7%	20.7%	12.4%	18.8%	-1.2%	3.2%	6.2%	4.1%		17.9%	3.1%	12.2%
국내	809.7	704.9	846.6	736.1	766.8	699.9	872.5	741.7	2,769.3	3,097.3	3,080.9	3,458.0
(YoY)	15.9%	12.3%	6.7%	13.4%	-5.3%	-0.7%	3.1%	0.8%	5.7%	11.8%	-0.5%	12.2%
해외	220.1	224.0	245.9	265.5	250.9	258.5	287.5	301.0	668.8	955.5	1,097.9	1,229.7
(YoY)	42.4%	58.2%	37.6%	36.9%	14.0%	15.4%	16.9%	13.4%	31.4%	42.9%	14.9%	12.0%
슈완스	240.3	608.0	659.9	690.3	660.9	644.5	699.5	731.7		2,198.5	2,736.6	2,873.4
(YoY)					175.1%	6.0%	6.0%	6.0%			24.5%	5.0%
바이오	589.4	742.2	719.1	712.4	580.6	734.7	718.5	757.9	2,715.7	2,763.1	2,791.6	2,868.6
(YoY)	-0.4%	20.9%	-2.3%	-7.9%	-1.5%	-1.0%	-0.1%	6.4%	25.3%	1.7%	1.0%	2.8%
생물자원	500.8	489.3	502.4	500.7	480.8	523.6	532.5	530.7	2,173.2	2,047.2	2,067.6	2,109.0
(YoY)	2.3%	-6.7%	-9.2%	-17.5%	-4.0%	7.0%	6.0%	6.0%	2.9%	-5.8%	1.0%	2.0%
물류	2,432.7	2,534.8	2,621.8	2,825.7	2,638.3	2,762.6	2,840.6	3,045.5	9,219.7	10,415.1	11,286.9	12,093.6
(YoY)	21.5%	11.0%	8.4%	12.3%	8.4%	9.0%	8.3%	7.8%	29.7%	13.0%	8.4%	7.1%
대통제외 기준	2,810.7	3,186.4	3,446.1	3,323.6	3,176.8	3,270.8	3,573.4	3,469.1	10,275.2	12,820.9	13,490.1	14,219.7
(YoY)	11.9%	34.6%	25.5%	25.4%	13.0%	2.6%	3.7%	4.4%	3.9%	24.8%	5.2%	5.4%
<b>영업이익</b>	<b>179.1</b>	<b>175.3</b>	<b>272.7</b>	<b>269.8</b>	<b>236.6</b>	<b>217.2</b>	<b>302.4</b>	<b>285.1</b>	<b>832.7</b>	<b>896.8</b>	<b>1,041.3</b>	<b>1,138.1</b>
(YoY)	-14.8%	-5.0%	2.8%	56.2%	32.1%	23.9%	10.9%	5.7%	7.2%	7.7%	16.1%	9.3%
(OPM)	3.6%	3.2%	4.7%	4.5%	4.2%	3.7%	4.9%	4.5%	4.5%	4.0%	4.4%	4.5%
식품	100.9	54.0	131.5	55.7	98.9	62.3	141.2	103.9	357.5	342.1	406.4	452.4
(OPM)	5.9%	2.8%	5.9%	2.6%	4.7%	3.1%	6.1%	4.8%	6.8%	4.3%	4.7%	4.9%
소재	24.1	18.0	35.4	8.0	19.3	17.1	37.7	5.7	92.8	85.5	79.7	75.7
(OPM)	5.4%	4.3%	7.5%	1.9%	4.4%	4.2%	8.1%	1.4%	5.1%	4.9%	4.6%	4.5%
가공	76.8	36.0	96.1	47.7	79.7	45.3	103.5	98.2	264.7	256.6	326.7	376.7
(OPM)	6.0%	2.3%	5.5%	2.8%	4.7%	2.8%	5.6%	5.5%	7.7%	4.1%	4.7%	5.0%
기존사업	65.2	19.2	82.4	48.6	57.2	37.0	89.9	51.6	264.7	215.4	235.6	255.1
(OPM)	6.3%	2.1%	7.5%	4.9%	5.6%	3.9%	7.8%	4.9%	7.7%	5.3%	5.6%	5.4%
슈완스	11.6	21.2	26.0	56.0	37.5	23.3	28.6	61.6		114.8	151.0	161.6
(OPM)	4.8%	3.5%	3.9%	8.1%	5.7%	3.6%	4.1%	8.4%		5.2%	5.5%	5.6%
기타(PPA 상각비 등)		-4.4	-12.3	-56.9	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0		-73.6	-60.0	-40.0
바이오	52.4	59.3	52.4	68.6	50.5	62.1	56.2	71.3	194.1	232.7	240.2	247.6
(OPM)	8.9%	8.0%	7.3%	9.6%	8.7%	8.5%	7.8%	9.4%	7.1%	8.4%	8.6%	8.6%
생물자원	-9.7	-7.9	-2.9	47.8	22.0	12.0	10.0	10.0	53.6	27.3	54.0	40.0
(OPM)	-1.9%	-1.6%	-0.6%	9.5%	4.6%	2.3%	1.9%	1.9%	2.5%	1.3%	2.6%	1.9%
물류	45.3	71.8	88.7	101.3	75.0	82.6	92.1	103.5	242.7	307.2	353.2	410.5
(OPM)	1.9%	2.8%	3.4%	3.6%	2.8%	3.0%	3.2%	3.4%	2.6%	2.9%	3.1%	3.4%
대통제외 기준	143.6	105.4	181.0	172.1	171.4	136.4	207.4	185.3	617.2	602.1	700.5	740.0
(YoY)	-15.9%	-19.7%	-14.3%	65.2%	19.4%	29.5%	14.6%	7.7%	10.9%	-2.4%	16.3%	5.6%
(OPM)	5.1%	3.3%	5.3%	5.2%	5.4%	4.2%	5.8%	5.3%	6.0%	4.7%	5.2%	5.2%
세전이익	76.5	44.3	68.4	149.6	119.1	99.7	185.0	167.7	1,294.2	338.8	571.5	661.6
당기순이익	40.9	39.5	17.1	93.5	85.2	71.3	132.3	119.9	925.4	191.0	408.7	473.1
<b>지배주주순이익</b>	<b>40.9</b>	<b>16.2</b>	<b>1.9</b>	<b>93.5</b>	<b>77.9</b>	<b>54.9</b>	<b>123.1</b>	<b>90.1</b>	<b>875.2</b>	<b>152.5</b>	<b>346.1</b>	<b>385.7</b>
(YoY)	-34.6%	-97.9%	-98.2%	흑전	90.5%	239.0%	6295%	-3.6%	136.4%	-82.6%	126.9%	11.4%

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

## 대한통운 제외기준 CJ제일제당의 영업외손익 추이 (단위: 십억원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
영업이익	170.7	131.2	211.1	104.2	143.6	105.4	181.0	172.1
영업외손익	-42.0	889.9	-58.6	-126.6	-55.8	-82.1	-133.8	-68.3
순이자비용	-35.2	-36.1	-36.4	-37.5	-46.8	-56.0	-61.8	-56.0
외환관련손익	7.9	-19.4	-6.8	-5.7	9.1	3.9	-20.6	16.0
지분법손익	0.2	2.2	0.8	1.4	4.3	3.1	0.5	2.3
곡물파생상품관련손익	-0.4	-5.8	0.6	4.2	-1.0	0.7	-3.7	1.8
기타	-14.5	949.0	-16.8	-89.0	-21.4	-33.8	-48.2	-32.4
세전이익	128.7	1,021.1	152.5	-22.4	87.8	23.3	47.2	103.8

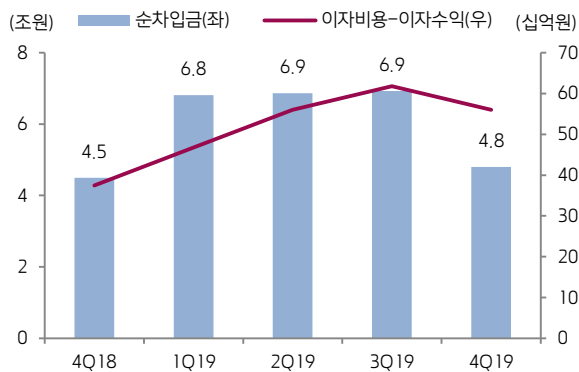
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

## 대한통운 포함기준 CJ제일제당의 영업외손익 추이 (단위: 십억원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
영업이익	210.3	184.6	265.2	172.7	179.1	175.3	272.7	269.8
영업외손익	-98.1	863.5	-102.8	-201.1	-102.6	-131.0	-204.3	-120.2
순이자비용	-51.3	-55.3	-58.1	-61.4	-70.4	-78.8	-83.4	-77.5
외환관련손익	6.4	-21.1	-8.4	-4.9	9.1	6.1	-17.9	14.0
지분법손익	-4.0	1.8	-1.9	-1.4	5.7	1.3	5.6	4.9
곡물파생상품관련손익	-0.4	-5.8	0.7	4.3	-1.0	0.7	-3.7	1.6
기타	-48.8	943.9	-35.1	-137.8	-46.0	-60.3	-104.9	-63.2
세전이익	112.2	1,048.1	162.4	-28.5	76.5	44.3	68.4	149.6

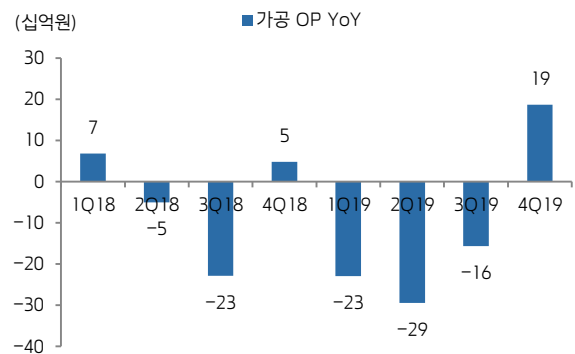
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

## CJ제일제당 순차입금/순이자비용 추이



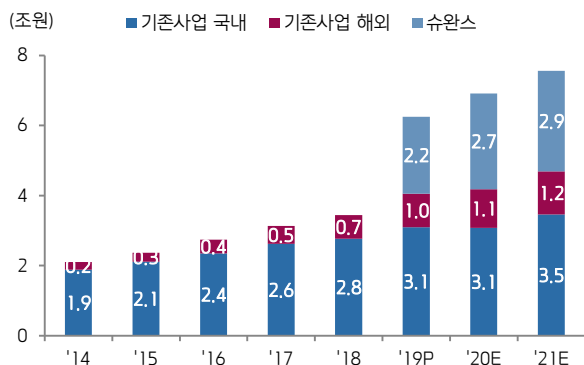
자료: CJ제일제당(대한통운 제외기준)

## 가공식품 기존사업 영업이익 YoY 증감액 추이



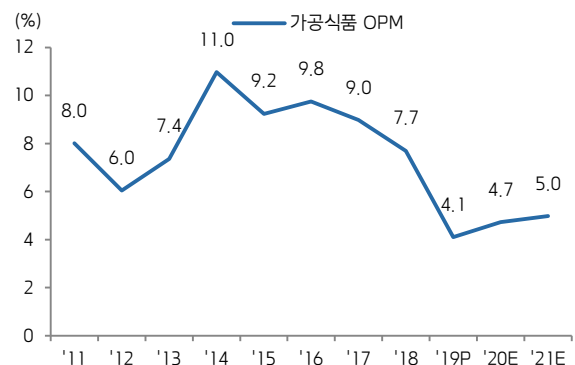
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

## 연도별 가공식품 매출액 추이 및 전망



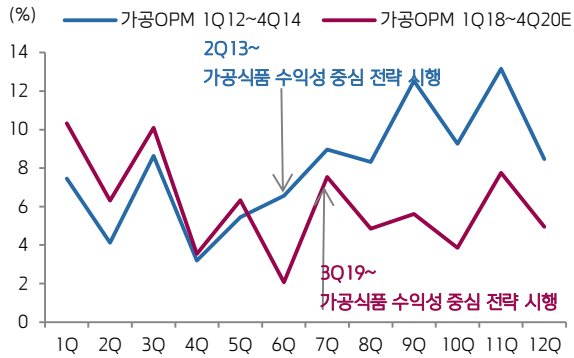
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

## 연도별 가공식품 영업이익률 추이 및 전망



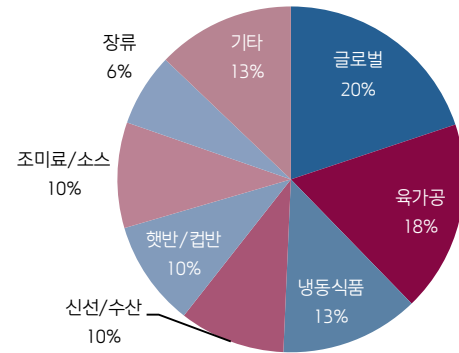
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

## 분기별 가공식품 OPM 비교: '12~'14 vs 18~'20E



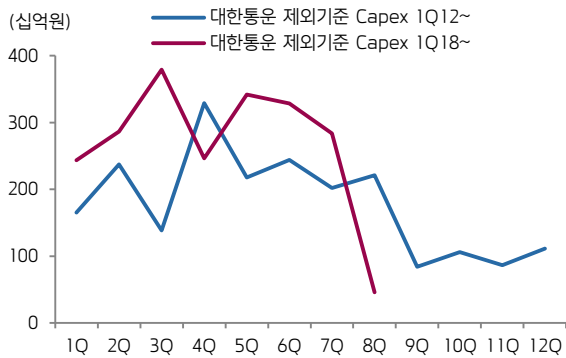
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치(슈완스 제외 기준임)

## 2018년 기준 가공식품 매출 Mix



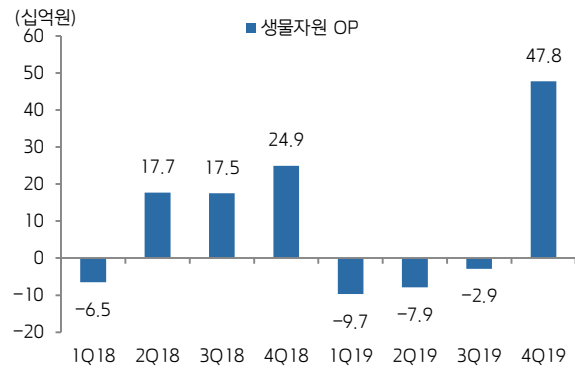
자료: CJ제일제당(2018년 가공식품 매출에는 슈완스가 빠져있음)

## 분기별 Capex 비교: '12~'14 vs 18~'20E



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치(대한통운 제외 기준임)

## 분기별 생물자원 사업부 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

## 글로벌 축산 판가 추이

글로벌 축산 판가	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
베트남 돈가(VND/kg)	28,400	39,900	48,500	48,100	45,200	34,400	33,400	64,400
인니 육계가(Rp/kg)	17,400	19,400	18,000	17,000	16,000	15,600	15,000	17,000
국내 돈가(원/kg)	4,163	4,876	5,328	3,952	3,643	4,560	4,705	3,358

자료: CJ제일제당

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
<b>매출액</b>	16,477.2	18,670.1	22,352.5	23,892.0	25,428.4
매출원가	12,922.5	15,126.5	18,069.3	19,248.1	20,399.6
매출총이익	3,554.7	3,543.6	4,283.1	4,644.0	5,028.7
판매비	2,778.1	2,710.9	3,386.3	3,602.7	3,890.7
<b>영업이익</b>	776.6	832.7	896.8	1,041.3	1,138.1
<b>EBITDA</b>	1,342.5	1,473.3	1,697.6	1,893.5	2,035.6
영업외손익	-192.2	461.5	-558.0	-469.7	-476.4
이자수익	19.2	20.0	25.7	10.2	10.4
이자비용	204.2	246.1	288.8	264.0	270.9
외환관련이익	215.9	142.5	100.0	100.0	100.0
외환관련손실	148.8	199.2	100.0	100.0	100.0
종속 및 관계기업손익	-4.6	-5.5	20.0	20.0	20.0
기타	-69.7	749.8	-314.9	-235.9	-235.9
<b>법인세차감전이익</b>	584.3	1,294.2	338.8	571.5	661.6
법인세비용	171.5	368.8	147.8	162.9	188.6
계속사업손익	412.8	925.4	191.0	408.7	473.1
<b>당기순이익</b>	412.8	925.4	191.0	408.7	473.1
<b>지배주주순이익</b>	370.2	875.2	152.5	346.1	385.7
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	13.1	13.3	19.7	6.9	6.4
영업이익 증감율	-7.9	7.2	7.7	16.1	9.3
EBITDA 증감율	-2.4	9.7	15.2	11.5	7.5
지배주주순이익 증감율	34.2	136.4	-82.6	127.0	11.4
EPS 증감율	34.1	112.1	-82.8	126.9	11.4
매출총이익율(%)	21.6	19.0	19.2	19.4	19.8
영업이익율(%)	4.7	4.5	4.0	4.4	4.5
EBITDA Margin(%)	8.1	7.9	7.6	7.9	8.0
지배주주순이익율(%)	2.2	4.7	0.7	1.4	1.5

## 재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	4,963.5	5,522.4	7,942.7	6,730.6	7,090.5
현금 및 현금성자산	590.9	547.6	1,530.8	498.9	512.5
단기금융자산	234.1	180.8	180.8	180.8	180.8
매출채권 및 기타채권	2,445.2	2,742.3	3,104.5	3,228.7	3,436.3
재고자산	1,303.5	1,497.6	2,018.3	2,157.3	2,296.0
기타유동자산	389.8	554.1	1,108.3	664.9	664.9
<b>비유동자산</b>	11,904.7	13,974.6	18,337.9	18,564.4	18,745.7
투자자산	395.5	525.1	765.4	785.4	805.4
유형자산	8,179.4	9,741.7	10,843.9	11,342.2	11,788.2
무형자산	2,758.1	3,069.9	4,809.9	4,718.2	4,633.6
기타비유동자산	571.7	637.9	1,918.7	1,718.6	1,518.5
<b>자산총계</b>	16,868.1	19,497.0	26,280.5	25,295.1	25,836.2
<b>유동부채</b>	5,496.9	6,680.4	8,202.1	7,455.1	7,770.3
매입채무 및 기타채무	2,298.9	2,288.0	2,800.3	2,915.7	3,031.0
단기금융부채	2,887.0	3,842.1	3,646.6	3,209.1	3,409.1
기타유동부채	311.0	550.3	1,755.2	1,330.3	1,330.2
<b>비유동부채</b>	5,227.4	5,508.4	8,611.5	8,020.5	7,829.5
장기금융부채	4,317.5	4,196.0	6,519.3	5,928.4	5,737.4
기타비유동부채	909.9	1,312.4	2,092.2	2,092.1	2,092.1
<b>부채총계</b>	10,724.3	12,188.8	16,813.6	15,475.6	15,599.8
<b>지배지분</b>	3,374.9	4,782.8	4,873.9	5,163.9	5,493.4
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
기타자본	-224.0	-180.9	-180.9	-180.9	-180.9
기타포괄손익누계액	-210.1	-224.1	-229.4	-229.4	-229.4
이익잉여금	2,903.4	3,694.3	3,790.7	4,080.7	4,410.2
비지배지분	2,768.9	2,525.4	4,593.0	4,655.6	4,743.0
<b>자본총계</b>	6,143.9	7,308.2	9,467.0	9,819.5	10,236.4

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,180.8	471.4	1,172.4	1,537.1	1,519.3
당기순이익	412.8	925.4	191.0	408.7	473.1
비현금항목의 가감	903.7	482.7	1,068.0	1,119.5	1,164.7
유형자산감가상각비	467.4	523.2	703.8	751.7	804.0
무형자산감가상각비	98.6	117.4	144.1	147.7	140.6
지분법평가손익	-18.6	-1,015.9	-20.0	-20.0	-20.0
기타	356.3	858.0	240.1	240.1	240.1
영업활동자산부채증감	-23.8	-754.0	1,060.0	-129.4	-231.1
매출채권및기타채권의감소	-272.5	-20.0	-362.2	-124.1	-207.6
재고자산의감소	8.3	-373.9	-520.7	-139.0	-138.7
매입채무및기타채무의증가	401.1	-166.1	512.2	115.5	115.2
기타	-160.7	-194.0	1,430.7	18.2	0.0
기타현금흐름	-111.9	-182.7	-1,146.6	138.3	112.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	-1,463.9	-1,034.6	-2,184.5	-1,195.8	-1,195.6
유형자산의 취득	-1,450.4	-1,675.4	-1,806.0	-1,250.0	-1,250.0
유형자산의 처분	26.7	27.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-79.5	-96.6	-1,884.0	-56.0	-56.0
투자자산의감소(증가)	397.7	-129.7	-220.2	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	140.4	53.3	0.0	0.0	0.0
기타	-498.8	786.6	1,725.7	110.2	110.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	265.4	521.0	1,954.6	-1,388.6	-358.1
차입금의 증가(감소)	509.8	665.4	430.0	-837.5	200.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	624.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-35.4	-42.5	-56.1	-56.1	-56.1
기타	-209.0	-725.9	1,580.7	-495.0	-502.0
기타현금흐름	-35.8	-1.0	40.7	15.5	47.9
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-53.5	-43.3	983.2	-1,031.9	13.5
기초현금 및 현금성자산	644.4	590.9	547.6	1,530.8	498.9
기말현금 및 현금성자산	590.9	547.6	1,530.8	498.9	512.5

자료: 키움증권 리서치

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	25,536	54,173	9,312	21,128	23,542
BPS	232,686	291,963	297,525	315,225	335,340
CFPS	90,821	87,161	76,856	93,283	99,976
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
<b>주당배수(배)</b>					
PER	14.3	6.1	28.6	12.6	11.3
PER(최고)	16.3	7.3	37.3		
PER(최저)	13.1	5.7	22.7		
PBR	1.57	1.13	0.90	0.85	0.79
PBR(최고)	1.79	1.35	1.17		
PBR(최저)	1.44	1.05	0.71		
PSR	0.32	0.29	0.20	0.18	0.17
PCFR	4.0	3.8	3.5	2.9	2.7
EV/EBITDA	10.6	10.2	9.0	8.2	7.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.3	5.6	26.9	12.6	10.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.8	1.1	1.3	1.3	1.3
ROA	2.5	5.1	0.8	1.6	1.9
ROE	10.9	21.5	3.2	6.9	7.2
ROIC	4.2	4.3	5.5	3.7	4.0
매출채권회전율	7.1	7.2	7.6	7.5	7.6
재고자산회전율	12.8	13.3	12.7	11.4	11.4
부채비율	174.6	166.8	177.6	157.6	152.4
순차입금비율	103.8	100.0	71.4	70.8	69.7
이자보상배율	3.8	3.4	3.1	3.9	4.2
<b>총차입금</b>	7,204.5	8,038.1	8,468.2	7,630.7	7,830.7
<b>순차입금</b>	6,379.5	7,309.8	6,756.6	6,951.0	7,137.4
NOPLAT	1,342.5	1,473.3	1,697.6	1,893.5	2,035.6
FCF	-453.0	-1,264.2	-842.3	174.8	187.5



## Compliance Notice

- 당사는 2월 12일 현재 'CJ제일제당' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

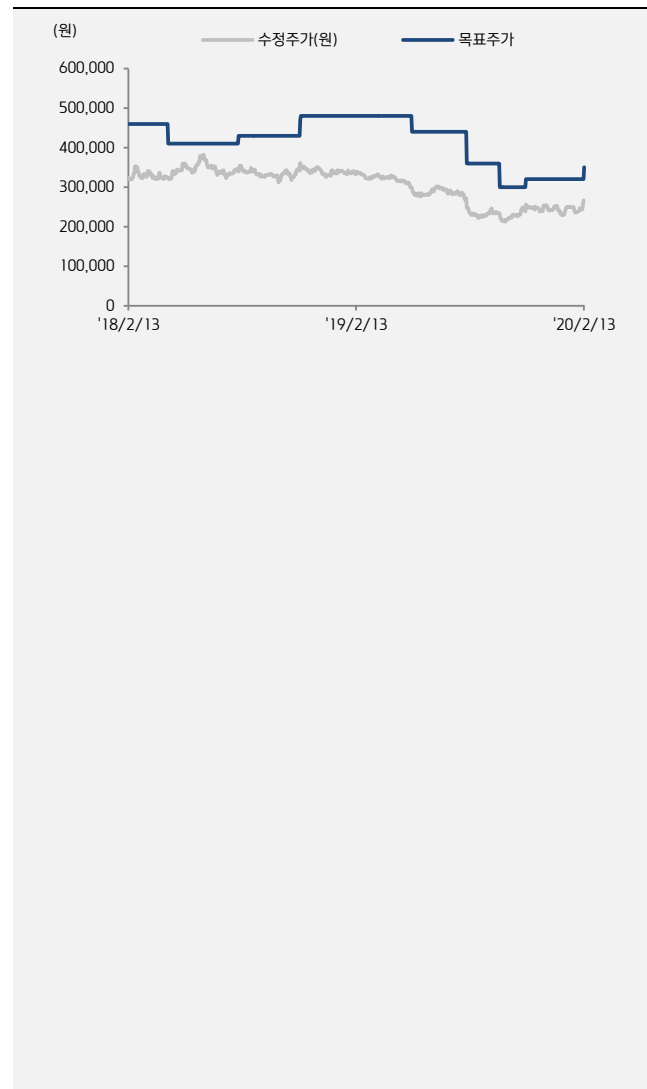
## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
CJ제일제당 (097950)	2018-02-26	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-28.52	-23.26
	2018-04-17	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-18.06	-12.32
	2018-05-11	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-16.24	-11.22
	2018-06-07	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-15.03	-6.95
	2018-07-10	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-15.56	-6.95
	2018-07-25	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-15.79	-6.95
	2018-08-09	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-20.30	-17.67
	2018-08-31	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-22.35	-17.67
	2018-10-18	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-22.43	-17.67
	2018-11-05	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-22.45	-17.67
	2018-11-09	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-22.24	-15.93
	2018-11-16	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-28.13	-26.56
	2018-12-17	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-29.32	-26.56
	2019-02-15	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-30.04	-26.56
	2019-03-26	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-30.35	-26.56
	2019-04-16	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-31.06	-26.56
	2019-05-14	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-35.60	-34.43
	2019-05-21	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-35.11	-31.48
	2019-06-24	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-34.51	-31.48
	2019-07-11	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-34.93	-31.48
	2019-08-09	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-34.09	-31.11
	2019-08-20	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-35.35	-31.11
	2019-10-01	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-24.31	-17.17
	2019-11-12	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-22.20	-20.00
	2019-12-02	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-23.40	-20.00
	2020-01-13	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-23.41	-20.00
	2020-02-03	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-23.37	-16.72
	2020-02-13	BUY(Maintain)	350,000원	6개월		

## 목표주가추이(2개년)





## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%