2020년 2월 13일 I Equity Research

CJ제일제당 (097950)

4Q19 Re: 가공 마진 개선 긍정적, 주가 우상향 전망

4Q19 Re: 호실적 시현

4분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 5조 9,613억원(YoY +21.1%), 2,698억원(YoY +56.3%) 기록해 시장 기대치를 상회했다. 연결 세전이익도 유형자산 처분이익 반영(영등포 공장 유동화 457억원, 인재원 매각 128억원) 기인해 시장 기대치를 큰 폭 상회했다. 물류 제외한 매출액 및 영업이익은 각각 3조 3,236억원(YoY +25.4%), 1,721억원(YoY +65.2%)을 기록했다. '쉬안즈' 인수 효과 제거시 본업 영업이익은 전년대비 700억원 증가한 수치이다. ① 생물자원 부문 손익이 국내외 저수익 고객사 디마케팅 및 베트남 돈가 급등 기인해 YoY 220억원 개선되었다. ② 국내 가공식품 부문 손익도 설날 선물세트 반영 및 판관비 절감 기인해 YoY 증익을 시현했다. ③ 바이오 부문도 전년 기저 및 고마진 아미노산(핵산, 트립토판 등) 매출 비중 상승에 따라 영업마진이 큰 폭 개선되었다.

대형주 중 가장 편안

올해 물류 제외한 매출액 및 영업이익을 각각 13조 8,819억원(YoY +8.7%), 6,941억원(YoY +15.3%)로 추정한다. 1분기 가양동 부지 매각 차익(약 2천억원)이 반영되면서 세전 및 순이익은 전년대비 유의미한 개선이 예상된다. 가공식품 부문은 1분기부터 SKU 구조조정 효과가 가시화되면서 견조한 YoY 이익 개선이 전망된다. '쉬안즈'와의 통합 영업에 따른 미국 내 저변 확대도 긍정적이다. 생물자원은 예상보다 빠르게 실적이 회복되고 있다. 동남아 돈가 추이 감안시 분기 실적은 상고하저 흐름이 예상된다. 바이오 부문은 고마진 아미노산 비중 상승을 통한 마진 개선이 기대된다.

K-Wave 흐름 타고 주가도 우상향 전망

어느 때보다 한국 음식에 대한 관심이 뜨겁다. CJ제일제당의 올해 미국 매출액은 6천억원을 상회할 것으로 추정한다. '쉬안즈' 합산 매출액은 3조원을 상회할 것으로 전망된다. 올해부터 '쉬안즈' 채널을 활용한 양사 시너지가 가시화될 것으로 기대된다. 국내 높아진 이익 가시성까지 감안한다면 여전히 적극 매수가 유효하겠다.

Earnings Review

BUY

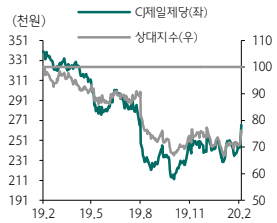
I TP(12M): 370,000원 I CP(2월 12일): 266,500원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,238.38
52주 최고/최저(원)	339,500/212,000
시가총액(십억원)	4,011.9
시가총액비중(%)	0.33
발행주식수(천주)	15,054.2
60일 평균 거래량(천주)	38.5
60일 평균 거래대금(십억원)	9.4
19년 배당금(예상,원)	3,500
19년 배당수익률(예상,%)	1.39
외국인지분율(%)	20.21
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 8 인	45.51
국민연금공단	12.55

주가상승률	1M	6M	12M
절대	16.1	9.9	(19.7)
상대	14.5	(4.6)	(21.4)

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	22,361.3	24,609.8
영업이익(십억원)	826.0	994.5
순이익(십억원)	190.6	382.9
EPS(원)	8,327	19,023
BPS(원)	305,823	323,255

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	16,477.2	18,670.1	22,352.5	23,988.6	25,667.8
영업이익	십억원	776.6	832.7	896.9	1,021.4	1,144.2
세전이익	십억원	584.3	1,294.2	338.8	646.4	634.0
순이익	십억원	370.2	875.2	152.5	382.3	337.6
EPS	원	25,536	54,173	9,311	23,337	20,610
증감률	%	34.1	112.1	(82.8)	150.6	(11.7)
PER	배	14.33	6.10	27.12	11.42	12.93
PBR	배	1.53	1.11	0.83	0.82	0.78
EV/EBITDA	배	10.55	10.16	9.10	8.43	7.78
ROE	%	10.91	21.46	3.16	7.58	6.32
BPS	원	239,601	298,085	303,968	323,878	341,060
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

하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

표 1. 4Q19 Re

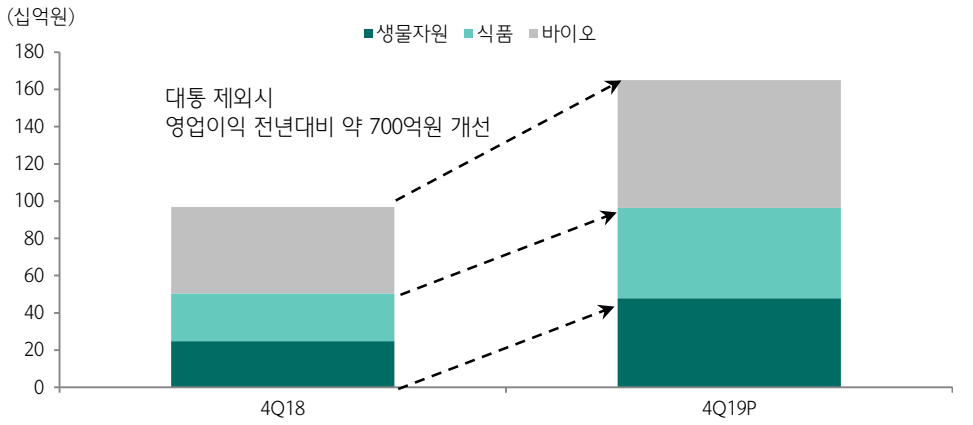
(십억원)

	4Q19P	4Q18	YoY	Consen	%Diff
매출액	5,961.3	4,922.1	21.1	5,972.9	(0.2)
영업이익	269.8	172.7	56.3	198.1	36.2
세전이익	149.6	(28.5)	흑전	107.6	39.0
(지배)순이익	93.5	(53.8)	흑전	90.1	3.8
OPM %	4.5	3.5		3.3	
NPM %	1.6	(1.1)		1.5	

자료: 하나금융투자

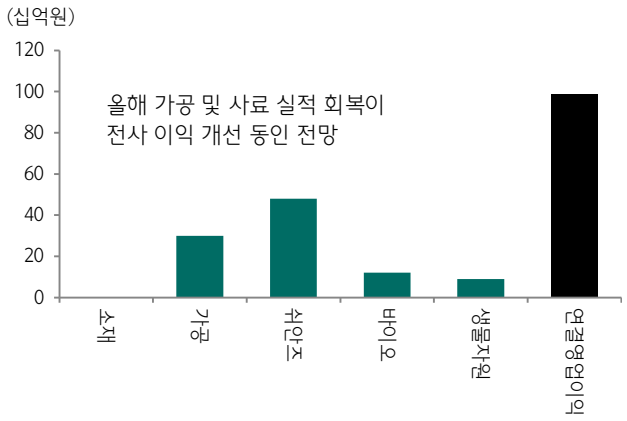
부문별 이익 개선 현황

그림 1. CJ제일제당 4Q19 Re



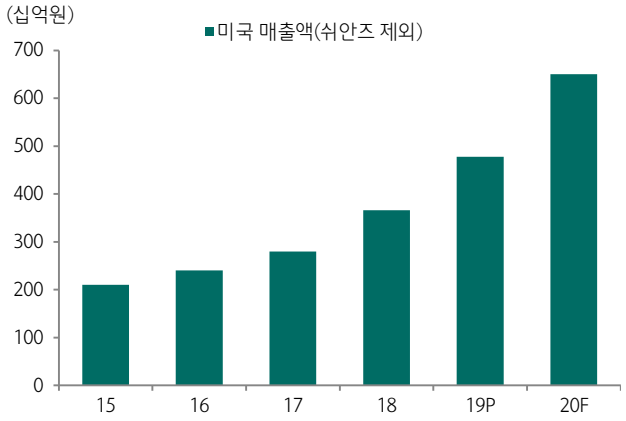
자료: 하나금융투자

그림 2. 2020년 사업부별 이익 증감액 전망



자료: 하나금융투자

그림 3. 미국 매출 고성장 지속 전망



자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

표 2. CJ제일제당 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19P	20F
매출액	**5,017.8**	**5,515.3**	**5,858.1**	**5,961.3**	**5,732.5**	**5,880.0**	**6,195.7**	**6,180.4**	**18,670.1**	**22,352.5**	**23,988.6**
① 소재	450.4	418.0	472.0	418.6	450.4	418.0	472.0	418.6	1,833.6	1,759.0	1,759.0
② 가공	1,270.1	1,536.9	1,752.6	1,691.9	1,762.8	1,635.8	1,863.1	1,830.5	3,438.1	6,251.5	7,092.2
- 국내	810.3	704.9	846.9	736.1	867.0	740.1	889.2	795.0	2,768.3	3,098.2	3,291.4
- 해외	220.0	224.0	245.8	265.5	295.8	269.4	294.2	324.5	669.8	955.3	1,183.9
- 쉬안즈	240.3	608.0	659.9	690.3	600.0	626.2	679.7	711.0		2,198.5	2,616.9
③ 바이오	589.4	742.2	719.1	712.4	635.7	798.8	763.8	779.4	2,715.7	2,763.1	2,977.7
④ 생물자원	500.8	489.3	502.4	500.7	515.8	504.0	517.5	515.7	2,173.2	1,993.2	2,053.0
⑤ 물류	2,432.7	2,534.8	2,621.8	2,825.7	2,616.0	2,750.0	2,810.0	2,843.0	9,219.7	10,415.0	11,019.0
YoY	**15.4%**	**23.8%**	**18.5%**	**21.1%**	**14.2%**	**6.6%**	**5.8%**	**3.7%**	**13.3%**	**19.7%**	**7.3%**
① 소재	-2.7%	-9.1%	-2.5%	-2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-6.5%	-4.1%	0.0%
② 가공	16.0%	12.3%	6.8%	13.4%	7.0%	5.0%	5.0%	8.0%	9.9%	81.8%	13.4%
③ 바이오	-0.4%	20.9%	-2.3%	-7.9%	7.9%	7.6%	6.2%	9.4%	25.3%	1.7%	7.8%
④ 생물자원	2.3%	-6.7%	-9.2%	-17.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.9%	-8.3%	3.0%
⑤ 물류	21.5%	11.0%	8.4%	12.3%	7.5%	8.5%	7.2%	0.6%	39.3%	13.0%	5.8%
영업이익	**179.1**	**175.3**	**272.7**	**269.8**	**246.0**	**223.9**	**297.6**	**253.8**	**832.7**	**896.9**	**1,021.4**
① 소재	23.6	18.0	32.1	8.0	24.8	18.8	28.3	8.4	95.6	81.7	80.3
② 가공	77.3	36.0	99.4	47.7	87.8	47.3	124.1	74.8	261.9	260.4	333.9
③ 바이오	52.4	59.3	52.5	68.6	56.0	64.0	60.0	64.0	194.1	232.8	244.0
④ 생물자원	(9.7)	(7.9)	(3.0)	47.8	15.5	10.1	5.2	5.2	53.6	27.2	35.9
⑤ 물류	45.3	71.8	88.7	101.3	72.0	85.0	80.0	101.5	242.7	307.1	338.5
YoY	**-14.8%**	**-5.0%**	**2.8%**	**56.3%**	**37.4%**	**27.8%**	**9.1%**	**-5.9%**	**7.2%**	**7.7%**	**13.9%**
① 소재	-21.8%	-14.3%	-13.6%	9.2%	5.0%	4.5%	-11.8%	4.7%	17.5%	-14.6%	-1.7%
② 가공	-10.8%	-24.4%	-2.6%	86.5%	13.5%	31.3%	24.9%	56.8%	-6.9%	-0.6%	28.2%
③ 바이오	8.3%	32.1%	-3.5%	47.8%	6.9%	7.9%	14.3%	-6.7%	42.1%	19.9%	4.8%
④ 생물자원	N/A	T/R	T/R	92.0%	T/B	T/B	T/B	-89.2%	-319.7%	-49.3%	32.0%
⑤ 물류	0.0%	25.7%	67.7%	15.9%	58.9%	18.4%	-9.8%	0.2%	3.0%	26.5%	10.2%
OPM	**3.6%**	**3.2%**	**4.7%**	**4.5%**	**4.3%**	**3.8%**	**4.8%**	**4.1%**	**4.5%**	**4.0%**	**4.3%**
① 소재	5.2%	4.3%	6.8%	1.9%	5.5%	4.5%	6.0%	2.0%	5.2%	4.6%	4.6%
② 가공	6.1%	2.3%	5.7%	2.8%	5.0%	2.9%	6.7%	4.1%	7.6%	4.2%	4.7%
③ 바이오	8.9%	8.0%	7.3%	9.6%	8.8%	8.0%	7.9%	8.2%	7.1%	8.4%	8.2%
④ 생물자원	-1.9%	-1.6%	-0.6%	9.5%	3.0%	2.0%	1.0%	1.0%	2.5%	1.4%	1.7%
⑤ 물류	1.9%	2.8%	3.4%	3.6%	2.8%	3.1%	2.8%	3.6%	2.6%	2.9%	3.1%
세전이익	**76.5**	**44.3**	**68.4**	**149.6**	**240.0**	**100.9**	**174.6**	**130.8**	**1,294.2**	**338.8**	**646.4**
YoY	-31.8%	-95.8%	-57.9%	-624.5%	213.9%	127.6%	155.3%	-12.5%	121.5%	-73.8%	90.8%
(지배)순이익	**40.9**	**16.2**	**1.9**	**93.5**	**163.8**	**56.0**	**95.6**	**66.8**	**875.2**	**152.5**	**382.3**
YoY	-34.6%	-97.9%	-98.2%	-273.7%	300.5%	245.8%	4864.4%	-28.5%	136.4%	-82.6%	150.6%
NPM	0.8%	0.3%	0.0%	1.6%	2.9%	1.0%	1.5%	1.1%	4.7%	0.7%	1.6%

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**16,477.2**	**18,670.1**	**22,352.5**	**23,988.6**	**25,667.8**
매출원가	12,922.5	15,126.5	18,069.3	19,608.8	20,955.7
매출총이익	3,554.7	3,543.6	4,283.2	4,379.8	4,712.1
판관비	2,778.1	2,710.9	3,386.3	3,358.4	3,567.8
영업이익	**776.6**	**832.7**	**896.9**	**1,021.4**	**1,144.2**
금융손익	66.8	(252.6)	(161.7)	(163.4)	(157.6)
종속/관계기업손익	(4.6)	(5.5)	(140.5)	31.4	(121.7)
기타영업외손익	(254.4)	719.5	(255.9)	(243.1)	(230.9)
세전이익	**584.3**	**1,294.2**	**338.8**	**646.4**	**634.0**
법인세	171.5	368.8	147.8	196.6	183.9
계속사업이익	412.8	925.4	191.0	449.8	450.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**412.8**	**925.4**	**191.0**	**449.8**	**450.2**
비지배주주지분 순이익	42.6	50.2	38.5	67.5	112.5
지배주주순이익	**370.2**	**875.2**	**152.5**	**382.3**	**337.6**
지배주주지분포괄이익	14.5	826.6	149.0	350.8	351.1
NOPAT	548.6	595.4	505.7	710.7	812.4
EBITDA	1,342.5	1,473.3	1,559.4	1,688.0	1,817.3
성장성(%)					
매출액증가율	13.1	13.3	19.7	7.3	7.0
NOPAT증가율	(2.8)	8.5	(15.1)	40.5	14.3
EBITDA증가율	(2.4)	9.7	5.8	8.2	7.7
영업이익증가율	(7.9)	7.2	7.7	13.9	12.0
(지배주주)순익증가율	34.2	136.4	(82.6)	150.7	(11.7)
EPS증가율	34.1	112.1	(82.8)	150.6	(11.7)
수익성(%)					
매출총이익률	21.6	19.0	19.2	18.3	18.4
EBITDA이익률	8.1	7.9	7.0	7.0	7.1
영업이익률	4.7	4.5	4.0	4.3	4.5
계속사업이익률	2.5	5.0	0.9	1.9	1.8

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	25,536	54,173	9,311	23,337	20,610
BPS	239,601	298,085	303,968	323,878	341,060
CFPS	90,821	87,161	70,626	89,756	89,045
EBITDAPS	92,619	91,201	95,190	103,043	110,938
SPS	1,136,731	1,155,703	1,364,484	1,464,361	1,566,866
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
주가지표(배)					
PER	14.3	6.1	27.1	11.4	12.9
PBR	1.5	1.1	0.8	0.8	0.8
PCFR	4.0	3.8	3.6	3.0	3.0
EV/EBITDA	10.5	10.2	9.1	8.4	7.8
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	10.9	21.5	3.2	7.6	6.3
ROA	2.3	4.8	0.8	1.8	1.6
ROIC	4.5	4.2	3.2	4.4	4.9
부채비율	174.6	166.8	173.6	168.7	164.4
순부채비율	103.7	99.8	103.2	95.1	88.1
이자보상배율(배)	3.8	3.4	3.5	4.0	4.5

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**4,963.5**	**5,522.4**	**6,049.9**	**6,660.5**	**7,251.1**
금융자산	835.4	741.1	325.9	517.7	678.5
현금성자산	590.9	547.6	94.2	269.1	412.4
매출채권 등	2,445.2	2,742.3	3,283.2	3,523.5	3,770.1
재고자산	1,303.5	1,497.6	1,793.0	1,924.2	2,058.9
기타유동자산	379.4	541.4	647.8	695.1	743.6
비유동자산	**11,904.7**	**13,974.6**	**14,308.0**	**14,384.0**	**14,489.7**
투자자산	429.4	550.3	646.2	688.8	732.6
금융자산	264.3	281.5	337.1	361.7	387.0
유형자산	8,179.4	9,741.7	10,088.5	10,223.7	10,380.3
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**	**20,357.9**	**21,044.5**	**21,740.8**
유동부채	**5,496.9**	**6,680.4**	**7,150.5**	**7,331.6**	**7,518.7**
금융부채	2,887.0	3,842.1	3,811.7	3,770.3	3,729.3
매입채무 등	2,298.9	2,288.0	2,739.3	2,939.8	3,145.6
기타유동부채	311.0	550.3	599.5	621.5	643.8
비유동부채	**5,227.4**	**5,508.4**	**5,767.3**	**5,882.3**	**6,000.3**
금융부채	**4,317.5**	**4,196.0**	**4,196.0**	**4,196.0**	**4,196.0**
기타비유동부채	909.9	1,312.4	1,571.3	1,686.3	1,804.3
부채총계	**10,724.3**	**12,188.8**	**12,917.7**	**13,213.8**	**13,519.0**
지배주주지분	**3,375.0**	**4,782.8**	**4,879.2**	**5,205.3**	**5,486.8**
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	3,790.7	4,116.8	4,398.3
비지배주주지분	**2,768.9**	**2,525.4**	**2,560.9**	**2,625.4**	**2,734.9**
자본총계	**6,143.9**	**7,308.2**	**7,440.1**	**7,830.7**	**8,221.7**
순금융부채	6,369.1	7,297.0	7,681.8	7,448.6	7,246.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

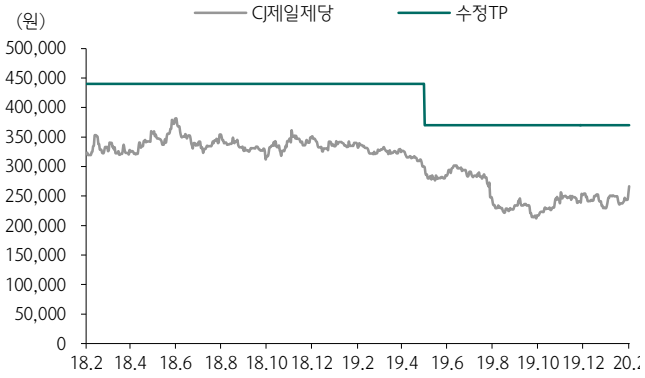
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**1,180.8**	**471.4**	**826.0**	**1,192.3**	**1,191.3**
당기순이익	412.8	925.4	191.0	449.8	450.2
조정	791.8	300.0	818.2	823.9	824.6
감가상각비	566.0	640.6	662.5	666.6	673.1
외환거래손익	0.0	0.0	(82.6)	(82.6)	(82.6)
지분법손익	18.6	(975.4)	0.0	0.0	0.0
기타	207.2	634.8	238.3	239.9	234.1
영업활동 자산부채 변동	(23.8)	(754.0)	(183.2)	(81.4)	(83.5)
투자활동 현금흐름	**(1,463.9)**	**(1,034.6)**	**(933.7)**	**(662.0)**	**(694.1)**
투자자산감소(증가)	387.2	(120.9)	(98.9)	(45.6)	(46.7)
유형자산감소(증가)	(1,423.7)	(1,648.2)	(900.0)	(700.0)	(735.0)
기타	(427.4)	734.5	65.2	83.6	87.6
재무활동 현금흐름	**265.4**	**521.0**	**(345.7)**	**(355.4)**	**(353.8)**
금융부채증가(감소)	498.6	833.6	(30.5)	(41.3)	(41.1)
자본증가(감소)	(91.4)	588.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(106.4)	(858.1)	(259.1)	(258.0)	(256.6)
배당지급	(35.4)	(42.5)	(56.1)	(56.1)	(56.1)
현금의 증감	**(53.5)**	**(43.3)**	**(453.4)**	**174.9**	**143.4**
Unlevered CFO	1,316.5	1,408.1	1,157.0	1,470.4	1,458.7
Free Cash Flow	(269.5)	(1,204.0)	(74.0)	492.3	456.3

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주 02-3771-8538

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ제일제당



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.5.14	BUY	370,000		
18.5.10	BUY	440,000	-23.57%	-13.30%
17.12.19	BUY	510,000	-32.62%	-23.14%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 02월 12일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 02월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2020년 02월 13일 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.