



▲ 음식료

Analyst 김정욱
02. 6454-4874
6414@meritz.co.kr
RA 최윤희
02. 6454-4888
yoonhee.choi@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12 개월)	380,000 원
현재주가 (2.12)	266,500 원
상승여력	42.6%
KOSPI	2,238.38pt
시가총액	40,119억원
발행주식수	1,505만주
유동주식비율	51.86%
외국인비중	20.22%
52주 최고/최저가	339,500원/212,000원
평균거래대금	94.5억원
주요주주(%)	
CJ 외 8 인	45.51
국민연금공단	12.55
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	16.1 9.9 -19.7
상대주가	14.5 -4.6 -21.4

주가그래프



CJ제일제당 097950

4Q19 Review: 연타석 실적 서프라이즈!

- ✓ 시장의 기대를 뛰어넘은 가공식품 부문의 수익성 개선
- ✓ 4Q19 매출액 33,236억원(+25.4% YoY), 영업이익 1,721억원(+65.2% YoY) 달성
- ✓ 연이은 실적 서프라이즈와 재무구조 개선 전략으로 20년 추가 성장 기대
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 38만원을 유지

시장의 기대를 뛰어넘은 가공식품 부문의 수익성 개선

4Q19 실적은(대통제외) 매출액 33,236억원(+25.4% YoY), 영업이익 1,721억원(+65.2% YoY)을 달성했으며 쉬완스는 매출액 6,903억원, 영업이익 560억원으로 성수기 호실적을 기록했다. 쉬완스 연결 여부에 상관없이 전년비 영업이익이 증가 전환하며 감익 흐름이 전환된 가운데 시장의 기대치를 크게 상회했다. 사료부문과 가공식품 부문의 일회성 요인을 감안해도 1400~1500억원 수준의 영업이익으로 가공식품 부문의 수익성 개선 효과가 주효했다.

연이은 실적 서프라이즈와 재무구조 개선 전략으로 20년 추가 성장 기대

3Q19 실적발표를 통해 밝힌 재무구조 개선 계획이 현실화된 이후에 실적 서프라이즈까지 더해지며 훼손된 시장의 신뢰를 회복하고 있다. 20년 실적 성장의 가능성이 높다는 점도 긍정적이다. ① 쉬완스 매출액/외형성장과 PPA 축소는 연결 손익 개선을 담보할 전망이며, ② 가공식품은 SKU 구조조정/가격인상/원가동결로 수익성 개선이 기대된다. ③ 해외바이오는 핵심 중심의 매출/수익성 개선으로 사료용 아미노산의 실적 불확실성이 축소될 전망이다.

투자의견 Buy, 적정주가 380,000원 유지

3Q19 실적 발표 이후 단기 급등락을 반복하며 주가는 레벨 다운된 박스권에 갇혀 있었다. 4Q19 실적에 대한 기대와 우려가 공존하는 가운데 3Q19 실적 이후에도 시장의 신뢰를 완전히 회복하기엔 시간이 필요한 시기였다. 3Q19 실적 리뷰를 통해 전환한 긍정적인 시각을 견지하며 투자의견 Buy와 적정주가 38만원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	16,477.2	776.6	370.2	27,803	16.7	232,686	13.2	1.6	10.5	10.9	174.6
2018	18,670.1	832.7	875.2	58,706	100.0	291,963	5.6	1.1	10.2	21.5	166.8
2019E	22,352.5	896.9	132.5	8,491	-78.6	305,221	29.7	0.8	9.3	2.7	185.9
2020E	24,172.6	1,086.4	440.1	28,922	158.1	328,659	9.2	0.8	8.1	8.5	175.6
2021E	26,039.3	1,220.8	523.3	34,448	19.8	357,176	7.7	0.7	7.5	9.3	163.6

표1 CJ제일제당 분기별 실적 추이

(십억원, %)	2017	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	2020E	2021E
매출액	16,477.2	4,348.6	4,453.7	4,945.6	4,922.1	18,670.1	5,017.8	5,515.3	5,858.1	5,961.3	22,352.5	24,172.6	26,039.3
가공식품	3,129.4	853.5	769.5	972.1	843.0	3,438.1	1,024.2	928.9	1,092.4	1,001.6	4,047.1	4,411.3	4,764.2
-수완스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	245.9	608.0	659.9	586.2	2,100.0	2,314.3	2,383.7
소재식품	1,961.4	462.7	459.7	484.2	427.0	1,833.6	450.4	418.0	472.3	418.6	1,759.3	1,776.9	1,794.7
제약	513.7	114.6	0.0	0.0	0.0	114.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
해외 바이오	2,167.9	592.0	614.1	735.7	773.9	2,715.7	589.4	742.2	719.1	712.4	2,763.1	2,727.7	2,727.7
사료	2,112.8	489.4	524.2	553.0	606.6	2,173.2	500.8	489.3	502.4	500.7	1,993.2	2,092.9	2,197.5
대한통운/기타	6,592.0	1,836.4	2,086.2	2,200.6	2,271.6	8,394.9	2,207.1	2,328.9	2,412.0	2,637.7	9,585.7	10,849.5	12,171.5
(% YoY)	13.1	12.5	13.9	12.1	14.7	13.3	15.4	23.8	18.5	21.1	19.7	8.1	7.7
가공식품	14.1	9.3	8.3	7.6	14.7	9.9	20.0	20.7	12.4	18.8	17.7	9.0	8.0
-수완스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.2	3.0
소재식품	4.9	-14.3	-1.3	-9.7	1.7	-6.5	-2.7	-9.1	-2.5	-2.0	-4.1	1.0	1.0
제약	-0.1	-6.8	-100.0	-100.0	-100.0	-77.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
해외 바이오	20.3	30.3	30.0	28.8	15.6	25.3	-0.4	20.9	-2.3	-7.9	1.7	-1.3	0.0
사료	5.0	-2.5	-4.1	4.7	13.2	2.9	2.3	-6.7	-9.2	-17.5	-8.3	5.0	5.0
대한통운/기타	17.3	25.2	31.9	26.8	25.7	27.3	20.2	11.6	9.6	16.1	14.2	13.2	12.2
영업이익	776.6	210.3	184.6	265.2	172.7	832.7	179.1	175.3	272.7	269.8	896.9	1,086.4	1,220.8
가공식품	314.0	96.0	48.6	94.0	29.9	268.5	69.0	19.3	82.5	48.6	219.4	264.7	333.5
-수완스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13.9	16.7	13.6	-0.9	43.3	83.3	104.9
소재식품	48.7	20.8	20.0	45.2	3.0	89.0	18.0	18.0	35.4	8.0	79.4	88.8	89.7
제약	81.4	12.0	0.0	0.0	0.0	12.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
해외바이오	136.6	48.4	44.9	54.4	46.4	194.1	52.4	59.4	52.4	68.6	232.8	271.4	271.4
사료	-24.4	-6.5	17.7	17.5	24.9	53.6	-9.7	-7.8	-2.9	47.8	27.4	41.9	44.0
대한통운/기타	220.3	39.6	53.4	54.1	68.5	215.6	35.5	69.8	91.7	97.7	294.6	336.3	377.3
(% YoY)	-7.9	9.2	12.3	-1.5	14.8	7.2	-14.8	-5.0	2.8	56.3	7.7	21.1	12.4
가공식품	16.5	5.7	-25.8	-21.6	-21.0	-14.5	-28.1	-60.3	-12.3	62.5	-18.3	20.7	26.0
-수완스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
소재식품	-40.9	137.7	569.8	-3.1	-130.8	82.9	-13.6	-10.0	-21.7	166.7	-10.8	11.9	1.0
제약	19.9	-33.7	-100.0	-100.0	-100.0	-85.3	-100.0	-	-	-	-100.0	-	-
해외 바이오	-3.8	61.9	87.1	78.4	-11.1	42.1	8.3	32.2	-3.7	47.8	19.9	16.6	0.0
사료	-138.9	91.2	-381.0	-373.4	-400.0	-319.7	49.2	-144.2	-116.6	92.0	-48.9	52.9	5.0
대한통운/기타	0.5	-18.0	-11.4	-8.5	30.1	-2.2	-10.4	30.6	69.6	42.7	36.7	14.2	12.2
영업이익률(%)	4.7	4.8	4.1	5.4	3.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.7
가공식품	10.0	11.2	6.3	9.7	3.5	7.8	6.7	2.1	7.6	4.9	5.4	6.0	7.0
-수완스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
소재식품	2.5	4.5	4.4	9.3	0.7	4.9	4.0	4.3	7.5	1.9	4.5	5.0	5.0
제약	15.8	10.5	0.0	0.0	0.0	10.5	-	-	-	-	-	-	-
해외 바이오	6.3	8.2	7.3	7.4	6.0	7.1	8.9	8.0	7.3	9.6	8.4	9.9	9.9
사료	-1.2	-1.3	3.4	3.2	4.1	2.5	-1.9	-1.6	-0.6	9.5	1.4	2.0	2.0
대한통운/기타	3.3	2.2	2.6	2.5	3.0	2.6	1.6	3.0	3.8	3.7	3.1	3.1	3.1
지배순이익	370.2	62.5	758.5	108.0	-53.8	875.2	40.9	16.2	-2.9	73.5	127.7	440.1	523.3
(% YoY)	34.2	-23.8	3486.2	-57.9	-606.3	136.4	-34.6	-97.9	-102.7	-236.6	-85.4	244.6	18.9

자료: CJ제일제당, 메리츠증권 리서치센터

CJ 제일제당 (097950)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	16,477.2	18,670.1	22,352.5	24,172.6	26,039.3
매출액증가율 (%)	13.1	13.3	19.7	8.1	7.7
매출원가	12,922.5	15,126.5	18,069.2	19,540.6	21,049.6
매출총이익	3,554.7	3,543.6	4,283.2	4,632.0	4,989.7
판매관리비	2,778.1	2,710.9	3,386.4	3,545.6	3,769.0
영업이익	776.6	832.7	896.9	1,086.4	1,220.8
영업이익률	4.7	4.5	4.0	4.5	4.7
금융손익	66.8	-252.6	-355.3	-146.3	-146.3
증속/관계기업손익	-4.6	-5.5	12.6	0.0	0.0
기타영업외손익	-254.4	719.5	-215.4	-253.7	-253.7
세전계속사업이익	584.3	1,294.2	338.8	686.4	820.8
법인세비용	171.5	368.8	134.4	166.1	198.6
당기순이익	412.8	925.4	204.5	520.3	622.1
지배주주지분 순이익	370.2	875.2	132.5	440.1	523.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	1,180.8	471.4	1,781.9	1,663.8	1,754.0
당기순이익(손실)	412.8	925.4	204.5	520.3	622.1
유형자산상각비	467.4	523.2	987.4	1,072.5	1,066.0
무형자산상각비	98.6	117.4	136.6	133.2	129.6
운전자본의 증감	-23.8	-754.0	306.8	-62.2	-63.8
투자활동 현금흐름	-1,463.9	-1,034.6	-3,274.8	-1,067.1	-1,068.8
유형자산의증가(CAPEX)	-1,450.4	-1,675.4	-1,695.0	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	387.2	-120.9	-38.7	-48.0	-49.2
재무활동 현금흐름	265.4	521.0	1,893.8	-596.4	-696.1
차입금의 증감	498.6	833.6	3,887.0	-540.2	-640.0
자본의 증가	-91.4	588.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-53.5	-43.3	385.1	0.4	-10.9
기초현금	644.4	590.9	547.6	932.7	933.0
기말현금	590.9	547.6	932.7	933.0	922.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,963.5	5,522.4	6,957.8	7,448.8	7,941.0
현금및현금성자산	590.9	547.6	932.7	933.0	922.1
매출채권	2,254.3	2,558.2	3,098.3	3,350.6	3,609.4
재고자산	1,303.5	1,497.6	1,813.8	1,961.5	2,113.0
비유동자산	11,904.7	13,974.6	19,110.8	18,953.1	18,806.6
유형자산	8,179.4	9,741.7	11,618.4	11,545.9	11,479.8
무형자산	2,758.1	3,069.9	4,949.1	4,815.9	4,686.4
투자자산	429.4	550.3	589.0	637.0	686.2
자산총계	16,868.1	19,497.0	26,068.6	26,401.8	26,747.6
유동부채	5,496.9	6,680.4	8,674.5	8,964.1	9,261.2
매입채무	1,291.8	1,351.5	1,636.8	1,770.1	1,906.8
단기차입금	1,913.7	2,624.8	3,452.6	3,452.6	3,452.6
유동성장기부채	914.6	1,118.3	1,664.4	1,664.4	1,664.4
비유동부채	5,227.4	5,508.4	8,277.6	7,857.1	7,339.8
사채	3,311.7	3,259.2	3,695.2	3,195.2	2,695.2
장기차입금	949.9	890.8	1,625.5	1,575.5	1,425.5
부채총계	10,724.3	12,188.8	16,952.1	16,821.2	16,601.0
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
기타포괄이익누계액	-210.1	-224.1	-34.2	-34.2	-34.2
이익잉여금	2,903.4	3,694.3	3,715.6	4,099.5	4,566.7
비지배주주지분	2,768.9	2,525.4	4,116.5	4,196.7	4,295.5
자본총계	6,143.9	7,308.2	9,116.5	9,580.6	10,146.6

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	1,251,324	1,259,169	1,484,801	1,605,704	1,729,705
EPS(지배주주)	27,803	58,706	8,491	28,922	34,448
CFPS	99,976	94,964	124,461	125,685	133,941
EBITDAPS	101,956	99,366	134,240	152,255	160,511
BPS	232,686	291,963	305,221	328,659	357,176
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
배당수익률(%)	0.8	1.1	1.4	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	13.2	5.6	29.7	9.2	7.7
PCR	3.7	3.5	2.0	2.1	2.0
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	1.6	1.1	0.8	0.8	0.7
EBITDA	1,342.5	1,473.3	2,020.9	2,292.1	2,416.4
EV/EBITDA	10.5	10.2	9.3	8.1	7.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.9	21.5	2.7	8.5	9.3
EBITDA 이익률	8.1	7.9	9.0	9.5	9.3
부채비율	174.6	166.8	185.9	175.6	163.6
금융비용부담률	1.2	1.3	0.5	1.7	1.6
이자보상배율(X)	3.8	3.4	7.5	2.6	2.9
매출채권회전율(X)	7.7	7.8	7.9	7.5	7.5
재고자산회전율(X)	12.8	13.3	13.5	12.8	12.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

CJ 제일제당 (097950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

