

# CJ제일제당 (097950)

음식료



박은정

02 3770 5597  
eunjung.park@yuantakorea.com

RA 김운옥

02 3770 2667  
woonok.kim@yuantakorea.com

투자이견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>380,000원 (U)</b>
현재주가 (5/15)	<b>308,500원</b>
상승여력	<b>23%</b>

시가총액	48,101억원
총발행주식수	16,381,619주
60일 평균 거래대금	199억원
60일 평균 거래량	81,991주
52주 고	308,500원
52주 저	155,000원
외인지분율	19.67%
주요주주	CJ 외 8 인 45.51%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	30.7	11.8	8.1
상대	26.0	30.1	17.3
절대(달려환산)	29.3	7.4	4.3

	1Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	58,309	16.2	-2.2	56,732	2.8
영업이익	2,759	54.1	2.3	2,382	15.9
세전계속사업이익	5,602	632.6	274.6	2,057	172.3
지배순이익	4,437	984.7	374.5	1,192	272.4
영업이익률 (%)	4.7	+1.1 %pt	+0.2 %pt	4.2	+0.5 %pt
지배순이익률 (%)	7.6	+6.8 %pt	+6.0 %pt	2.1	+5.5 %pt

자료: 유안타증권

## 수익성 회복 초입

### 투자이견 BUY, 목표주가 380,000원으로 상향

CJ제일제당에 대한 투자이견 BUY 유지하며, 목표주가를 38만원으로 9% 상향한다. 목표주가 상향은 2020년~21년 추정치 상향에 기인한다. 코로나19 영향으로 글로벌 가공식품 수요 확대가 두드러진 모습이다. 점진적인 관심도 확대가 예상된다. 동사는 2020년 가공식품 수익성 개선 의지를 표명했다. 비효율 SKU 축소, 마케팅 효율화, 판가 안정화 등을 통한 수익성 개선 방향이다. 2019년 4.2% 수준이던 수익성은 2020년F 5.1%로 확대될 것으로 예상된다. 2019년은 바이오를 제외한 전부분 수익성이 하락했으며, 특히 가공식품 부문은 국내외 외형이 고성장 했으나, 영업이익률이 2.2%p 하락했다. 2020년은 효율화 중심 정책이 이어짐에 따라 손익 개선의 모습이 연중 지속될 것으로 기대한다. 매수 권고한다.

### 1Q20 Review: 컨센서스 상회, 수익성 회복 초입

CJ제일제당의 1분기 실적은 연결 매출 5조 8,309억원(YoY+16%), 연결 영업이익 2,759억원(YoY+54%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 2,382억원을 16% 상회했다. 전부분 예상대비 수익성이 좋았는데, 특히 해외 가공식품이 견고했으며, 베트남 돈가 급등세 지속으로 생물자원 마진 상승에 근거한다.

▶식품부문 매출은 전년동기비 31% 성장하고, 영업이익 15% 증가했다. (슈완스 제외 매출+3%, 이익 -1%) ①가공식품은 매출 45% 성장, 영업이익 40% 증가했다. 코로나19에 따른 외식 감소, 디마케팅 전략 등의 외형 하락 요소가 존재했음에도 HMR 수요 증가, 슈완스 온기 실적 반영으로 전년동기비 45% 성장 기록했다. 슈완스 외 부문은 6% 성장 달성했다. 1) 내수는 HMR 등이 전년동기비 16% 증가했으나, 외식 감소, 선물세트 선인식 등으로 1% 매출 감소에 그쳤다. 2) 해외는 전세계적인 코로나19 확산으로 내식, 비축성 수요가 증가되며 글로벌 식품은 분기 매출 1조원(+126%, 슈완스 외 +35%)을 돌파했다. (미국 YoY+135%, 베트남 +108%, 중국 +42%) ②소재 부문은 해외 사업부 재편 및 B2B향 수요 저하로 매출이 전년동기비 6% 감소하고 이익체력이 급감했다.

▶생명공학(바이오) 매출은 전년동기비 15% 증가하고, 영업이익은 2% 감소했다. 사료첨가제 부문은 라이신 감소에도 트립토판 증산, 알지닌 시장 개척으로 외형이 성장했다. 식품첨가제 부문은 핵산 약세에도, 알지닌, 시스테인 등의 스페셜티 제품 판매 확대로 매출이 증가되었다. 수익성은 다소 하락했는데 라이신, 트립토판 판가 하락이 주요했으며, 식품첨가제 부문의 핵산 원가 절감 및 스페셜티 기여도 확대를 통해 사료첨가제 부문의 수익성 하락을 방어했다.

▶생물자원 매출은 전년동기비 9% 성장하고, 영업이익은 흑자전환 기록했다(YoY +624억원). 사료수요는 감소했으나, 베트남 양돈 판매 확대로 매출이 증가했다. 베트남 돈가가 전년동기비 65% 증가 됨에 따라 이익에도 전가되며 흑자전환 기록했다.

	결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액		186,701	223,525	243,929	259,932
영업이익		8,327	8,969	10,913	11,975
지배순이익		8,752	1,525	6,614	4,474
PER		5.8	28.7	7.1	10.6
PBR		1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA		10.1	8.7	7.9	7.4
ROE		21.5	3.2	12.6	7.6

자료: 유안타증권

[표 1] CJ제일제당 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2018	2019	2020F	2021F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결 매출	18,670	22,352	24,393	25,993	5,018	5,515	5,858	5,961	5,831	5,854	6,226	6,481
식품	5,272	8,011	8,890	9,418	1,721	1,955	2,225	2,111	2,261	2,068	2,346	2,216
- 소재	1,834	1,759	1,737	1,721	450	418	472	419	423	405	482	427
- 가공	3,438	6,251	7,153	7,696	1,270	1,537	1,752	1,692	1,837	1,663	1,864	1,789
국내	2,763	3,097	3,186	3,345	810	705	847	736	799	740	889	758
해외	675	955	1,194	1,440	220	224	246	266	296	273	295	331
슈완스	0	2,100	2,773	2,911	240	608	660	690	743	650	680	700
생명공학	2,830	2,763	2,931	3,023	589	742	719	712	678	757	748	748
생물자원	2,173	1,993	2,110	2,174	501	489	502	501	543	514	528	526
물류	8,395	9,586	10,628	11,379	2,207	2,329	2,412	2,638	2,515	2,515	2,605	2,992
% YoY 연결 매출	13%	20%	9%	7%	15%	24%	18%	21%	16%	6%	6%	9%
식품	4%	52%	11%	6%	31%	59%	53%	66%	31%	6%	5%	5%
- 소재	-7%	-4%	-1%	-1%	-3%	-9%	-2%	-2%	-6%	-3%	2%	2%
- 가공	10%	82%	14%	8%	49%	100%	80%	101%	45%	8%	6%	6%
국내	5%	12%	3%	5%	16%	12%	7%	14%	-1%	5%	5%	3%
해외	33%	41%	25%	21%	42%	58%	37%	33%	35%	22%	20%	25%
슈완스	-	0%	32%	5%	-	-	-	-	209%	7%	3%	1%
생명공학	6%	-2%	6%	3%	-17%	21%	-2%	-8%	15%	2%	4%	5%
생물자원	3%	-8%	6%	3%	2%	-7%	-9%	-17%	9%	5%	5%	5%
물류	27%	14%	11%	7%	20%	12%	10%	16%	14%	8%	8%	13%
물류/계약 제외 매출	8%	26%	8%	4%	12%	35%	26%	25%	24%	5%	5%	5%
연결 영업이익	833	897	1,091	1,198	179	175	273	270	276	237	312	266
식품	358	342	415	480	101	54	132	56	116	64	154	82
- 소재	96	82	48	59	24	18	32	8	8	8	28	4
- 가공	261	260	367	421	77	36	99	48	108	56	126	78
생명공학	206	233	208	255	52	59	52	69	51	50	44	62
생물자원	54	27	185	190	-10	-8	-3	48	53	48	28	55
물류	244	304	313	309	46	72	89	98	58	79	96	81
% YoY 영업이익	7%	8%	22%	10%	-15%	-5%	3%	56%	54%	35%	15%	-2%
식품	-1%	-4%	21%	16%	-14%	-21%	-6%	70%	15%	18%	17%	47%
생명공학	-5%	13%	-11%	23%	-13%	32%	-4%	48%	-2%	-15%	-15%	-10%
생물자원	흑전	-49%	580%	3%	적지	적전	적전	92%	흑전	흑전	흑전	16%
물류	11%	25%	3%	-1%	0%	26%	67%	11%	25%	10%	8%	-17%
물류/계약 제외 영업이익	27%	-1%	34%	15%	-10%	-20%	-14%	65%	53%	54%	25%	16%
지배주주 순익	875	153	705	447	41	16	2	94	444	71	124	67
% Margin 영업이익률	4%	4%	4%	5%	4%	3%	5%	5%	5%	4%	5%	4%
식품	7%	4%	5%	5%	6%	3%	6%	3%	5%	3%	7%	4%
- 소재	5%	5%	3%	3%	5%	4%	7%	2%	2%	2%	6%	1%
- 가공	8%	4%	5%	5%	6%	2%	6%	3%	6%	3%	7%	4%
생명공학	7%	8%	7%	8%	9%	8%	7%	10%	8%	7%	6%	8%
생물자원	2%	1%	9%	9%	-2%	-2%	-1%	10%	10%	9%	5%	11%
물류	3%	3%	3%	3%	2%	3%	4%	4%	2%	3%	4%	3%
물류/계약 제외 매출	10,161	12,767	13,772	14,368	2,811	3,186	3,446	3,324	3,482	3,339	3,621	3,489
물류/계약 제외 영업이익	605	602	808	926	144	105	181	172	220	162	226	199

자료: 유안타증권 리서치센터

CJ 제일제당 (097950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액	186,701	223,525	243,929	259,932	272,945	
매출원가	151,265	180,693	194,645	206,710	217,314	
매출총이익	35,436	42,832	49,284	53,222	55,630	
판매비	27,109	33,863	38,370	41,247	42,887	
영업이익	8,327	8,969	10,913	11,975	12,743	
EBITDA	14,733	20,073	22,185	23,277	23,867	
영업외손익	4,615	-5,581	-1,561	-6,026	-5,132	
외환관련손익	-567	65	-2,160	-1,800	-1,500	
이자손익	-2,261	-3,637	-1,134	-786	-325	
관계기업관련손익	-55	175	193	212	212	
기타	7,497	-2,184	1,540	-3,652	-3,519	
법인세비용차감전순손익	12,942	3,388	9,353	5,949	7,610	
법인세비용	3,688	1,478	2,477	1,487	1,903	
계속사업순손익	9,254	1,910	6,876	4,462	5,708	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	9,254	1,910	6,876	4,462	5,708	
지배지분순이익	8,752	1,525	6,614	4,474	5,539	
포괄순이익	8,891	3,562	8,528	6,114	7,360	
지배지분포괄이익	8,266	2,569	6,150	4,409	5,308	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	4,714	21,431	20,567	18,547	19,802	
당기순이익	9,254	1,910	6,876	4,462	5,708	
감가상각비	5,232	9,666	9,957	10,050	9,932	
외환손익	0	0	2,160	1,800	1,500	
중속, 관계기업관련손익	0	0	-193	-212	-212	
자산부채의 증감	-7,540	6,070	-5,067	-4,324	-3,838	
기타현금흐름	-2,232	3,785	6,834	6,771	6,711	
투자활동 현금흐름	-10,346	-31,899	-24,062	-21,903	-20,105	
투자자산	-612	1,507	313	313	313	
유형자산 증가 (CAPEX)	-16,754	-15,539	-12,949	-10,791	-8,992	
유형자산 감소	272	3,819	0	0	0	
기타현금흐름	6,747	-21,686	-11,425	-11,425	-11,425	
재무활동 현금흐름	5,210	12,287	24,647	24,647	24,647	
단기차입금	6,142	-9,985	-9,985	-9,985	-9,985	
사채 및 장기차입금	512	14,889	27,249	27,249	27,249	
자본	6,240	0	0	0	0	
현금배당	-616	-938	-938	-938	-938	
기타현금흐름	-7,069	8,321	8,321	8,321	8,321	
연결범위변동 등 기타	-10	-385	5,414	4,371	5,494	
현금의 증감	-433	1,434	26,567	25,661	29,837	
기초 현금	5,909	5,476	6,910	33,476	59,137	
기말 현금	5,476	6,910	33,476	59,137	88,975	
NOPLAT	8,327	8,969	10,913	11,975	12,743	
FCF	-11,933	6,692	1,279	5,168	7,851	

자료: 유안타증권

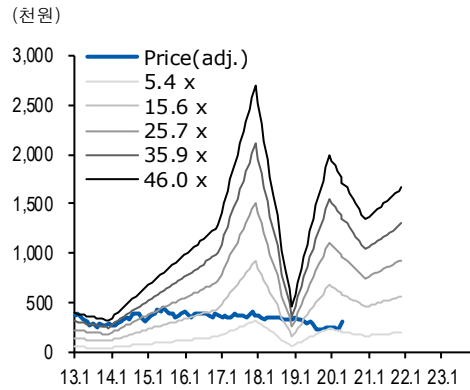
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
유동자산	55,224	79,430	109,121	138,216	170,846	
현금및현금성자산	5,476	6,910	33,476	59,137	88,975	
매출채권 및 기타채권	27,423	29,880	32,392	34,382	35,999	
재고자산	14,976	20,183	22,025	23,470	24,645	
비유동자산	139,746	183,376	184,741	183,917	181,472	
유형자산	97,417	108,179	111,171	111,912	110,973	
관계기업 등 지분관련 자산	2,048	2,210	1,897	1,584	1,271	
기타투자자산	3,455	3,466	3,466	3,466	3,466	
자산총계	194,970	262,806	293,862	322,133	352,318	
유동부채	66,804	82,022	71,974	63,277	54,425	
매입채무 및 기타채무	22,880	34,948	36,439	37,727	38,860	
단기차입금	26,248	16,274	6,289	-3,696	-13,681	
유동성장기부채	11,183	16,647	16,647	16,647	16,647	
비유동부채	55,084	85,969	112,105	139,354	166,603	
장기차입금	8,908	21,561	39,316	57,071	74,826	
사채	32,592	32,902	42,396	51,889	61,383	
부채총계	121,888	167,992	184,079	202,631	221,028	
지배지분	47,828	48,809	56,514	61,517	67,586	
자본금	819	819	819	819	819	
자본잉여금	14,116	13,090	13,090	13,090	13,090	
이익잉여금	36,943	37,864	43,917	47,268	51,684	
비지배지분	25,254	46,006	53,269	57,985	63,705	
자본총계	73,082	94,815	109,783	119,502	131,290	
순차입금	71,980	83,831	74,528	66,131	53,558	
총차입금	79,391	102,124	119,388	136,652	153,915	

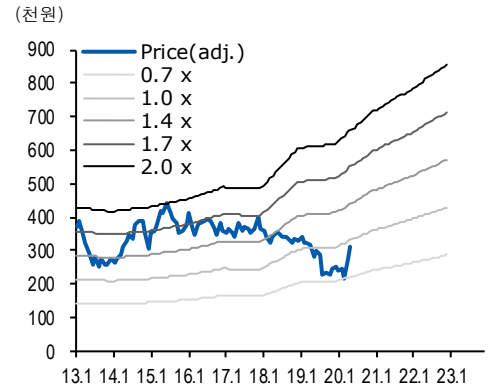
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
EPS	58,706	9,820	43,312	29,094	36,169	
BPS	298,494	304,613	352,701	383,926	421,798	
EBITDAPS	91,201	122,532	135,425	142,092	145,696	
SPS	1,155,703	1,364,484	1,489,039	1,586,732	1,666,164	
DPS	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	
PER	5.8	28.7	7.1	10.6	8.5	
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7	
EV/EBITDA	10.1	8.7	7.9	7.4	6.9	
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액 증가율 (%)	13.3	19.7	9.1	6.6	5.0	
영업이익 증가율 (%)	7.2	7.7	21.7	9.7	6.4	
지배지분순이익 증가율 (%)	136.4	-82.6	333.6	-32.4	23.8	
매출총이익률 (%)	19.0	19.2	20.2	20.5	20.4	
영업이익률 (%)	4.5	4.0	4.5	4.6	4.7	
지배지분순이익률 (%)	4.7	0.7	2.7	1.7	2.0	
EBITDA 마진 (%)	7.9	9.0	9.1	9.0	8.7	
ROIC	4.4	3.2	4.7	5.2	5.5	
ROA	4.8	0.7	2.4	1.5	1.6	
ROE	21.5	3.2	12.6	7.6	8.6	
부채비율 (%)	166.8	177.2	167.7	169.6	168.4	
순차입금/자기자본 (%)	150.5	171.8	131.9	107.5	79.2	
영업이익/금융비용 (배)	3.4	2.2	4.6	4.4	4.2	

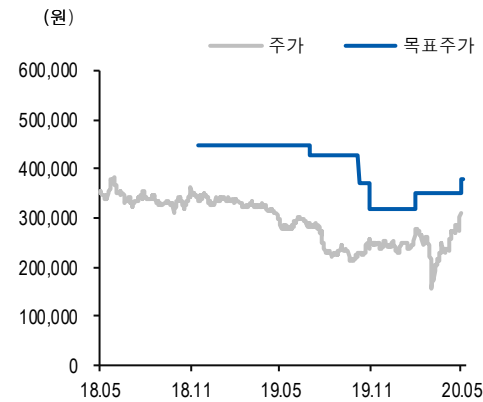
P/E band chart



P/B band chart



CJ제일제당 (097950) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-05-18	BUY	380,000	1년		
2020-02-13	BUY	350,000	1년	-29.85	-11.86
2019-11-12	BUY	320,000	1년	-23.48	-16.72
2019-10-22	BUY	370,000	1년	-36.55	-32.84
2019-07-15	BUY	429,000	1년	-43.25	-32.40
2018-11-30	BUY	449,000	1년	-29.16	-21.83
2018-11-09	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-31.89	-29.12
2017-11-09	BUY	510,000	1년	-31.77	-18.43

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.3
Hold(중립)	11.1
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-05-16

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.