



BUY(Maintain)

목표주가: 440,000원 (상향)

주가(6/12): 328,500원

시가총액: 49,453억원

음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 조영환

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

CJ제일제당 (097950)

선택과 집중의 효과가 나타난다



CJ제일제당의 가공식품 사업부는 SKU 구조조정 에 따른 효율성 개선 이후, 주요 호조 품목 중심으로 판매량과 ASP가 동시에 상승하면서, 본격적인 이익 상승 국면에 접어들어 상황이다. 게다가 바이오와 생물자원 사업부의 수익성도 호조세가 지속되고 있기 때문에, 음식료 업종 내에서 상대적으로 높은 이익 성장률 시현이 기대된다.

Stock Data

| | | |
|--------------|----------|------------|
| KOSPI (6/12) | | 2,132.30pt |
| 52 주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| 최고/최저가 대비 | 329,500원 | 155,000원 |
| 등락률 | -0.3% | 111.9% |
| 수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | 14.3% | 3.0% |
| 6M | 30.4% | 30.7% |
| 1Y | 15.3% | 14.0% |

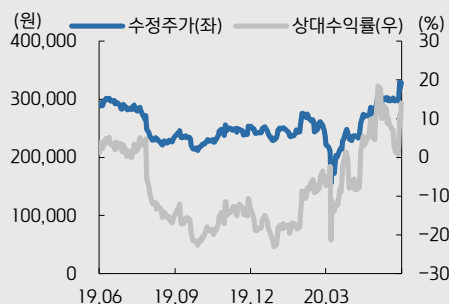
Company Data

| | |
|-------------|----------------|
| 발행주식수 | 15,054천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 97천주 |
| 외국인 지분율 | 20.3% |
| 배당수익률(20E) | 1.1% |
| BPS(20E) | 341,435원 |
| 주요 주주 | CJ 외 8 인 45.5% |

투자지표

| (십억원, IFRS 연결) | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 18,670.1 | 22,352.5 | 24,329.4 | 25,913.5 |
| 영업이익 | 832.7 | 896.9 | 1,158.4 | 1,272.8 |
| EBITDA | 1,473.3 | 1,669.8 | 1,985.4 | 2,149.4 |
| 세전이익 | 1,294.2 | 338.8 | 1,142.4 | 811.2 |
| 순이익 | 925.4 | 191.0 | 823.9 | 580.0 |
| 지배주주지분순이익 | 875.2 | 152.5 | 768.5 | 495.5 |
| EPS(원) | 54,173 | 9,312 | 46,914 | 30,244 |
| 증감률(% YoY) | 112.1 | -82.8 | 403.8 | -35.5 |
| PER(배) | 6.1 | 27.1 | 7.0 | 10.9 |
| PBR(배) | 1.13 | 0.85 | 0.96 | 0.89 |
| EV/EBITDA(배) | 10.2 | 9.2 | 8.3 | 7.7 |
| 영업이익률(%) | 4.5 | 4.0 | 4.8 | 4.9 |
| ROE(%) | 21.5 | 3.2 | 14.7 | 8.5 |
| 순차입금비율(%) | 99.8 | 71.3 | 64.6 | 61.3 |

Price Trend



>>> 국내 가공: 효율성 상승, ASP 상승, 국물요리/김치 고성장

코로나19 이후 간편식의 신규 소비층이 증가하면서, 국내 가공식품의 실적 전망치 향상이 기대된다. 1) Capex 축소/판촉비 효율화를 통한 전사 자원의 효율성 상승, 2) 코로나19 이후 수요 호조와 MS 상위 품목 중심의 ASP 개선, 3) 국물요리/김치 수요 호조와 생산 효율성 개선이 실적 개선을 주도할 전망이다.

동사의 국내 가공식품 사업부는 작년 3분기부터 SKU 구조조정, Capex 축소, 판촉비 효율화를 진행해왔고, 코로나19 이후 간편식 카테고리에 신규 소비층이 유입되면서, 판매량 측면에서 기대 이상의 성과를 거두고 있는 상황이다 (2Q20E 매출 성장률 +6% 전망). 동사는 지난 몇 년간의 투자를 통해, 만두와 상온즉석밥(햇반) 카테고리 외에도 국물요리, 포장김치, 상온복합밥(햇반 컵반) 등의 시장 규모를 키우고 우월한 시장 지배력을 확보한 상황이다. 최근에는 높아진 수요와 시장 지위를 바탕으로 카테고리별 ASP 상승(할인을 축소/프리미엄 제품 출시)을 주도하고 있다.

특히, 최근에 동사의 투자가 집중되고 있는 국물요리와 포장김치의 고성장에 주목할 필요가 있다. 두 카테고리 모두 작년에 각각 1,200억원 내외의 매출 규모로 성장하였고, 올해에도 고성장세가 지속(1Q20 +30% 이상 성장)되고 있다. 이와 같은 특정 카테고리의 판매량 증가가 높아진 시장의 수요와 맞물려 올해 규모의 경제 효과가 극대화 될 것으로 기대된다. 게다가 동사가 올해 3월과 5월에 포장김치와 국물요리의 생산 효율성 개선을 위한 투자를 강화하면서, 해당 카테고리의 원가율도 2분기 혹은 3분기부터 개선될 가능성이 높다.

>>> 해외 가공: B2C 수요 호조, 만두 고성장, 효율성 상승

동사의 해외 가공식품 사업부도 실적 전망치 향상이 기대된다. 1) 코로나19 이후 B2C 채널 수요 호조, 2) 만두 품목의 고성장, 3) Capex 축소 및 판촉비 효율화를 통한 전사 자원의 효율성 상승으로 인해, 슈완스를 비롯한 해외 가공식품 법인들의 실적이 개선되는 추세에 있기 때문이다.

미국 슈완스는 매출 비중이 가장 높은 피자의 매출액이 고성장하면서(4월 B2C 성장률 +90% 이상), B2B 채널(학교) 매출 부진을 충분히 상쇄할 것으로 기대된다. 특히, 피자는 동사의 핵심 카테고리이기 때문에, 매출 성장에 따른 규모의 경제 효과와 Product Mix 개선 효과를 동시에 기대할 수 있다.

미국/중국 가공식품의 실적도 개선 추세

슈완스를 제외한 기존의 미국 법인은 만두 카테고리의 고성장을 중심으로 실적이 개선될 것으로 기대된다. 동사는 미국 코스트코에서 좋은 성과를 거두고 있는 ‘비비고 만두’에 대한 투자를 꾸준히 늘려왔고, 올해 1분기에도 +20% 정도 매출이 성장한 상황이다(매출 비중 50%). 향후 슈완스가 보유한 유통망을 통해, 전반적인 경로 확대를 추진할 것으로 기대된다.

중국 법인은 2018년 만두 공장 증설 이후 큰 투자가 없는 가운데, 지상쥬(매출 비중 40%)와 만두(매출 비중 17%)를 중심으로 견조한 성장세를 이어나가고 있다. 특히, 수익성이 높은 지상쥬(짜사이 생산)의 고성장이 지속되고 있고, 코로나19 이후 만두 카테고리에 신규 소비층이 유입될 가능성이 있는 점이 긍정적이다(1분기 매출 +100% 이상 성장). 특히, 동사의 만두 제품은 소비자들의 내식 수요가 높아진 가운데, 경쟁사들이 물류 차질로 공급에 어려움을 겪으면서, 1분기에 신규 소비층 확보의 기회를 얻을 수 있었다. 최근에는 온라인 채널(JD.Com)을 중심으로 매출이 늘어나고 있기 때문에, 매출 규모가 한 단계 Level-up 될 것으로 기대된다.

바이오와 생물자원의 수익성 호조 전망

바이오는 1) 트립토판을 포함한 스페셜티 아미노산 수요 호조, 2) 사료첨가제 시황 개선에 힘입어, 올해 2분기에 역대 최고 수준의 분기 영업이익 달성이 기대된다. 트립토판은 작년 7월에 Capa +30% 확대 이후 판매량과 판가가 모두 호조를 보이고 있고, 발린/알지닌과 같은 고수익성 제품의 판매량도 꾸준히 증가하는 추세이다. 기존에 수익성이 부진했던 라이신과 메치오닌도 2분기에는 판가가 높은 편이기 때문에(1분기 스팟 가격 상승 영향), 바이오 사업부의 2분기 영업이익은 1분기 대비 크게 개선될 것으로 기대된다.

소재는 원/달러 환율 상승과 B2B 경로 판매량 감소로 인해 실적이 부진할 것으로 예상되지만, 생물자원(Feed&Care) 사업부는 베트남 돈가(5월 7만동/kg, 6월 8만동/kg 이상 추세)와 인도네시아 육계가격(5월 14,000~15,000루피아/kg 수준)이 높은 수준으로 유지되면서, 2분기에도 높은 수준의 영업이익률 달성이 기대된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 44만원으로 상향

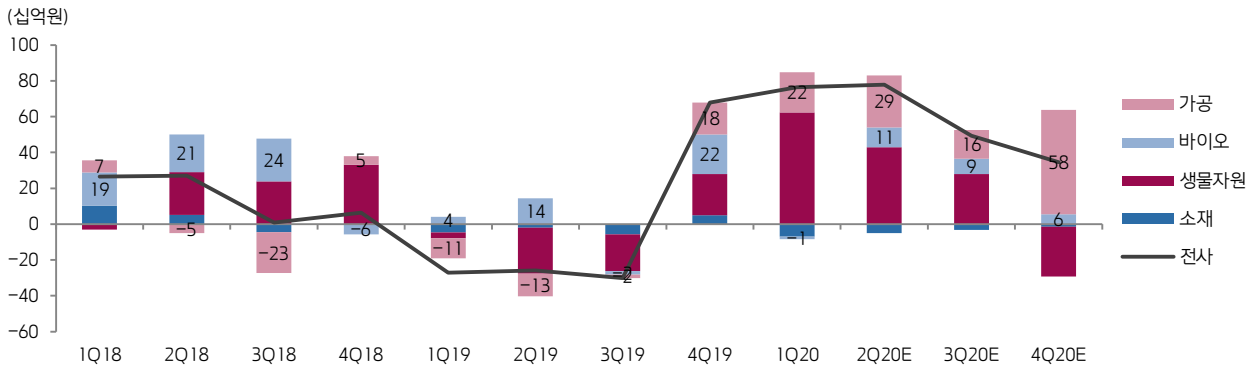
CJ제일제당에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 440,000원으로 상향한다(실적 추정치 상향). 동사의 가공식품 사업부는 SKU 구조조정에 따른 효율성 개선 이후, 판매량과 ASP가 상승하면서, 매출액과 수익성이 본격적인 상승 국면에 접어든 상황이다. 게다가 바이오와 생물자원 사업부의 수익성도 호조를 보이고 있기 때문에, 업종 내에서 상대적으로 높은 이익 성장률을 시현할 것으로 기대된다(음식료 업종 Top Pick 관점 유지).

연도별 CJ제일제당 사업부별 영업이익 YoY 증감액 추이 및 전망



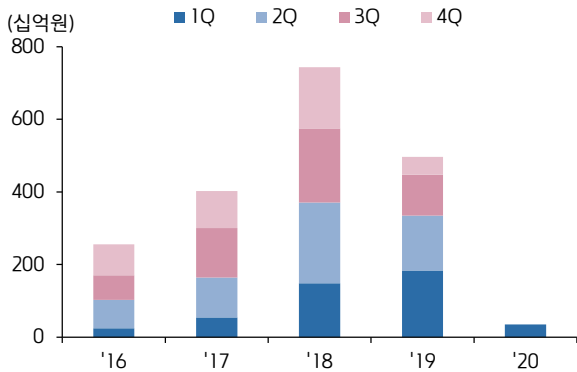
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

분기별 CJ제일제당 사업부별 영업이익 YoY 증감액 추이 및 전망



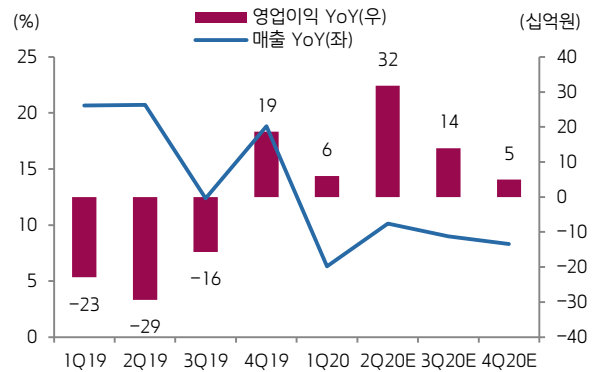
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 별도기준 Capex 추이



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

가공식품 매출 YoY 증감률/OP YoY 증감액 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치(슈완스 제외 기준)

주요 간편식 카테고리별 소매 시장규모 및 점유율 현황

| 카테고리 | 회사명 | 점유율(%) | 시장규모(십억원) |
|--------|---------|--------|-----------|
| 만두 | CJ 제일제당 | 44 | 455 |
| | 풀무원 | 16 | |
| 상온즉석밥 | CJ 제일제당 | 71 | 392 |
| | 오뚜기 | 28 | |
| 상온국물요리 | CJ 제일제당 | 47 | 357 |
| | 오뚜기 | 18 | |
| 포장김치 | 대상 | 43 | 204 |
| | CJ 제일제당 | 40 | |
| 상온복합밥 | CJ 제일제당 | 70 | 159 |
| | 오뚜기 | 26 | |
| 상온죽 | 동원 F&B | 44 | 133 |
| | CJ 제일제당 | 35 | |
| | 오뚜기 | 12 | |
| 핫도그 | CJ 제일제당 | 39 | 95 |
| | 풀무원 | 26 | |





자료: 언론보도, 닐슨코리아, 키움증권 리서치 추정(2019년 기준)

주요 제품별 국내 MS 현황 (단위: %)

| 카테고리 | | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 |
|------|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 냉동 | 만두 | 42.8 | 45.0 | 44.8 | 42.7 | 43.4 | 44.2 | 41.4 | 42.2 | 43.7 |
| | 육가공 | 24.8 | 25.6 | 25.7 | 25.1 | 23.0 | 23.7 | 22.9 | 22.2 | 21.6 |
| 냉장 | 김치 | 30.5 | 32.3 | 35.8 | 37.1 | 38.1 | 40.2 | 39.6 | 37.6 | 39.0 |
| | 냉장면 | 36.2 | 39.9 | 39.6 | 38.5 | 34.7 | 37.4 | 36.7 | 34.4 | 35.6 |
| 상온 | 맨밥 | 74.3 | 72.8 | 71.9 | 71.0 | 70.7 | 70.4 | 69.6 | 69.6 | 68.2 |
| | 컵반 | 64.4 | 66.0 | 70.0 | 71.8 | 70.6 | 71.1 | 69.1 | 68.7 | 66.6 |
| | 상품죽 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 9.5 | 24.9 | 36.9 | 37.0 | 37.9 | 37.5 |
| | 국/탕/찌개 | 41.5 | 39.6 | 38.5 | 45.1 | 46.1 | 45.4 | 42.0 | 48.8 | 49.1 |

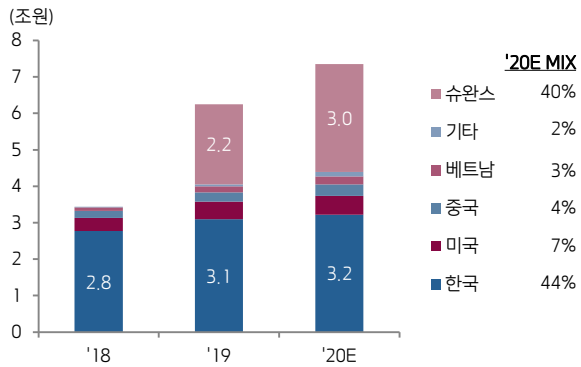
자료: CJ제일제당, 닐슨코리아, 키움증권 리서치

주요 간편식 프리미엄 제품 출시 中

| 카테고리 | 일반 제품 | 프리미엄 제품 |
|-----------|---|--|
| 상온국물요리 |  <p>비비고 육개장 500g 3,480원</p> |  <p>신제품 비비고 차돌육개장 500g 15% 6,103원 (기존 7,180원)</p> |
| 상온복합밥(컵반) |  <p>햇반 컵반 고추장나물비빔밥 229g 2,580원</p> |  <p>햇반컵반 낙지나물비빔밥 216g 3,180원</p> |

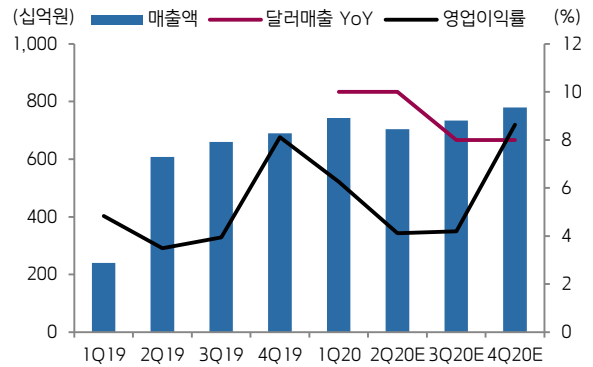
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

연도별 지역별 가공식품 매출액 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

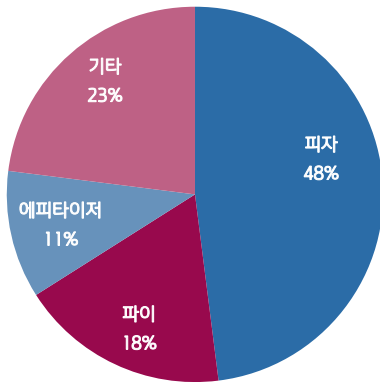
美 슈완스 실적 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

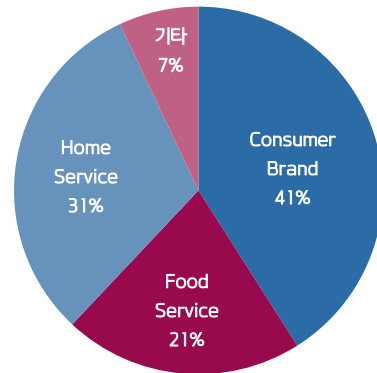
주: 1) 1Q20 매출 성장률은 캘린더 효과를 제외한 Organic 성장을 기준

美 슈완스 품목별 매출 비중



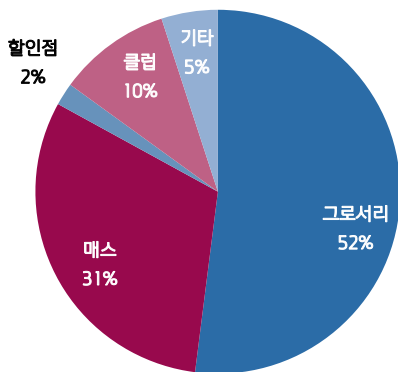
자료: CJ제일제당(2017년 기준)

美 슈완스 사업부별 매출 비중



자료: CJ제일제당(2017년 기준)

美 슈완스 Consumer Brand 내 채널 Mix

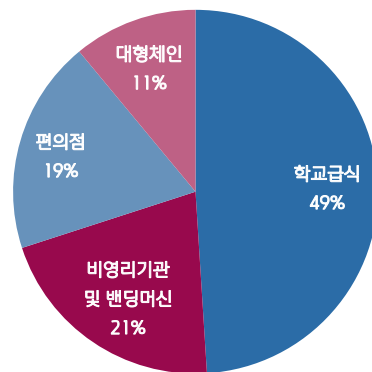


자료: CJ제일제당(2017년 기준)

주: 1) 그로서리: Kroger, Publix 등

2) 매스: Walmart, Target 등

美 슈완스 Food Service 내 채널 Mix



자료: CJ제일제당(2017년 기준)

바이오 사업부 주요 제품 글로벌 판가 추이

| | | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 20년 4월 |
|------|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 라이신 | 중국(RMB/Ton) | 8,784 | 7,996 | 7,816 | 8,125 | 7,400 | 7,322 | 6,734 | 6,522 | 6,793 | 7,138 |
| | 유럽(EUR/Ton) | 1,315 | 1,286 | 1,227 | 1,234 | 1,175 | 1,138 | 1,058 | 1,098 | 1,287 | 1,400 |
| 메치오닌 | 중국(RMB/Ton) | 19,967 | 18,181 | 17,445 | 20,862 | 17,415 | 18,522 | 17,386 | 18,774 | 20,121 | 25,175 |
| | 유럽(EUR/Ton) | 2,374 | 2,220 | 2,077 | 2,087 | 1,980 | 1,860 | 1,810 | 1,813 | 2,151 | 2,375 |
| 트립토판 | 중국(RMB/Ton) | 112,295 | 62,218 | 61,561 | 58,180 | 54,865 | 51,573 | 45,500 | 46,631 | 56,143 | 68,650 |
| | 유럽(EUR/Ton) | 13,117 | 11,643 | 8,754 | 7,792 | 7,570 | 6,708 | 5,793 | 4,900 | 6,904 | 8,000 |

자료: CJ제일제당

생물자원(Feed&Care) 사업부 주요 축산 판가 추이

| | | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 20년 4월 |
|----------------|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 베트남 돈가(VND/kg) | | 28,400 | 39,900 | 48,500 | 48,100 | 45,200 | 34,400 | 33,400 | 64,400 | 74,300 | 70,000 |
| 인니 육계가(Rp/kg) | | 17,400 | 19,400 | 18,000 | 17,000 | 16,000 | 15,600 | 15,000 | 17,000 | 15,400 | 9,500 |
| 국내 돈가(원/kg) | | 4,000 | 4,730 | 4,953 | 3,737 | 3,370 | 4,247 | 4,357 | 3,358 | 3,358 | 4,286 |

자료: CJ제일제당

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2019 | 2020E | 2021E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 매출액 | 5,017.8 | 5,515.3 | 5,858.1 | 5,961.3 | 5,830.9 | 5,886.5 | 6,256.5 | 6,355.4 | 22,352.5 | 24,329.4 | 25,913.5 |
| (YoY) | 15.4% | 23.8% | 18.5% | 21.1% | 16.2% | 6.7% | 6.8% | 6.6% | 19.7% | 8.8% | 6.5% |
| 식품 | 1,720.5 | 1,954.9 | 2,224.6 | 2,110.5 | 2,260.6 | 2,128.1 | 2,387.8 | 2,270.2 | 8,010.6 | 9,046.7 | 9,601.2 |
| (YoY) | 30.7% | 59.0% | 52.8% | 66.2% | 31.4% | 8.9% | 7.3% | 7.6% | 52.0% | 12.9% | 6.1% |
| 소재 | 450.4 | 418.0 | 472.3 | 418.6 | 423.2 | 401.3 | 462.9 | 406.0 | 1,759.3 | 1,693.4 | 1,659.5 |
| (YoY) | -2.7% | -9.1% | -2.5% | -2.0% | -6.0% | -4.0% | -2.0% | -3.0% | -4.1% | -3.7% | -2.0% |
| 가공 | 1,270.1 | 1,536.9 | 1,752.3 | 1,691.9 | 1,837.4 | 1,726.9 | 1,924.9 | 1,864.1 | 6,251.3 | 7,353.3 | 7,941.7 |
| (YoY) | 48.8% | 99.7% | 80.3% | 100.7% | 44.7% | 12.4% | 9.8% | 10.2% | 81.8% | 17.6% | 8.0% |
| 기존사업 | 1,029.8 | 928.9 | 1,092.4 | 1,001.6 | 1,094.8 | 1,022.9 | 1,190.5 | 1,084.8 | 4,052.8 | 4,393.0 | 4,875.8 |
| (YoY) | 20.7% | 20.7% | 12.4% | 18.8% | 6.3% | 10.1% | 9.0% | 8.3% | 17.9% | 8.4% | 11.0% |
| 국내 | 809.7 | 704.9 | 846.6 | 736.1 | 798.8 | 748.9 | 895.5 | 779.8 | 3,097.3 | 3,223.0 | 3,494.9 |
| (YoY) | 15.9% | 12.3% | 6.7% | 13.4% | -1.3% | 6.2% | 5.8% | 5.9% | 11.8% | 4.1% | 8.4% |
| 해외 | 220.1 | 224.0 | 245.9 | 265.5 | 296.0 | 274.0 | 295.0 | 305.0 | 955.5 | 1,170.0 | 1,381.0 |
| (YoY) | 42.4% | 58.2% | 37.6% | 36.9% | 34.5% | 22.3% | 20.0% | 14.9% | 42.9% | 22.4% | 18.0% |
| 슈완스 | 240.3 | 608.0 | 659.9 | 690.3 | 742.6 | 704.0 | 734.4 | 779.3 | 2,198.5 | 2,960.3 | 3,065.9 |
| (YoY) | | | | | 209.1% | 15.8% | 11.3% | 12.9% | | 34.7% | 3.6% |
| 바이오 | 589.4 | 742.2 | 719.1 | 712.4 | 677.7 | 798.0 | 791.3 | 807.6 | 2,763.1 | 3,074.6 | 3,257.3 |
| (YoY) | -0.4% | 20.9% | -2.3% | -7.9% | 15.0% | 7.5% | 10.0% | 13.4% | 1.7% | 11.3% | 5.9% |
| 생물자원 | 500.8 | 489.3 | 502.4 | 500.7 | 543.4 | 520.9 | 507.4 | 505.7 | 2,047.2 | 2,077.4 | 2,119.0 |
| (YoY) | 2.3% | -6.7% | -9.2% | -17.5% | 8.5% | 6.5% | 1.0% | 1.0% | -5.8% | 1.5% | 2.0% |
| 물류 | 2,432.7 | 2,534.8 | 2,621.8 | 2,825.7 | 2,515.4 | 2,645.4 | 2,779.8 | 2,960.0 | 10,415.1 | 10,900.6 | 11,705.9 |
| (YoY) | 21.5% | 11.0% | 8.4% | 12.3% | 3.4% | 4.4% | 6.0% | 4.8% | 13.0% | 4.7% | 7.4% |
| 대통제외 기준 | 2,810.7 | 3,186.4 | 3,446.1 | 3,323.6 | 3,481.7 | 3,447.1 | 3,686.5 | 3,583.4 | 12,820.9 | 14,198.7 | 14,977.5 |
| (YoY) | 11.9% | 34.6% | 25.5% | 25.4% | 23.9% | 8.2% | 7.0% | 7.8% | 24.8% | 10.7% | 5.5% |
| 영업이익 | 179.1 | 175.3 | 272.7 | 269.8 | 275.9 | 255.2 | 323.2 | 304.1 | 896.9 | 1,158.4 | 1,272.8 |
| (YoY) | -14.8% | -5.0% | 2.8% | 56.3% | 54.1% | 45.6% | 18.5% | 12.7% | 7.7% | 29.2% | 9.9% |
| (OPM) | 3.6% | 3.2% | 4.7% | 4.5% | 4.7% | 4.3% | 5.2% | 4.8% | 4.0% | 4.8% | 4.9% |
| 식품 | 100.9 | 54.0 | 131.5 | 55.7 | 116.3 | 77.9 | 144.4 | 112.5 | 342.1 | 451.1 | 560.3 |
| (OPM) | 5.9% | 2.8% | 5.9% | 2.6% | 5.1% | 3.7% | 6.0% | 5.0% | 4.3% | 5.0% | 5.8% |
| 소재 | 24.1 | 18.0 | 35.4 | 8.0 | 17.1 | 12.9 | 32.3 | 6.6 | 85.5 | 68.9 | 77.1 |
| (OPM) | 5.4% | 4.3% | 7.5% | 1.9% | 4.0% | 3.2% | 7.0% | 1.6% | 4.9% | 4.1% | 4.6% |
| 가공 | 76.8 | 36.0 | 96.1 | 47.7 | 99.2 | 65.0 | 112.1 | 105.9 | 256.6 | 382.2 | 483.1 |
| (OPM) | 6.0% | 2.3% | 5.5% | 2.8% | 5.4% | 3.8% | 5.8% | 5.7% | 4.1% | 5.2% | 6.1% |
| 기존사업 | 65.2 | 19.2 | 82.4 | 48.6 | 71.2 | 51.0 | 96.3 | 53.6 | 215.4 | 272.1 | 349.5 |
| (OPM) | 6.3% | 2.1% | 7.5% | 4.9% | 6.5% | 5.0% | 8.1% | 4.9% | 5.3% | 6.2% | 7.2% |
| 슈완스 | 11.6 | 21.2 | 26.0 | 56.0 | 46.5 | 29.0 | 30.8 | 67.3 | 114.8 | 173.6 | 173.6 |
| (OPM) | 4.8% | 3.5% | 3.9% | 8.1% | 6.3% | 4.1% | 4.2% | 8.6% | 5.2% | 5.9% | 5.7% |
| 기타(PPA 상각비 등) | | -4.4 | -12.3 | -56.9 | -18.5 | -15.0 | -15.0 | -15.0 | -73.6 | -63.5 | -40.0 |
| 바이오 | 52.4 | 59.3 | 52.4 | 68.6 | 51.1 | 70.4 | 60.9 | 74.1 | 232.7 | 256.6 | 268.3 |
| (OPM) | 8.9% | 8.0% | 7.3% | 9.6% | 7.5% | 8.8% | 7.7% | 9.2% | 8.4% | 8.3% | 8.2% |
| 생물자원 | -9.7 | -7.9 | -2.9 | 47.8 | 52.7 | 35.0 | 25.0 | 20.0 | 27.3 | 132.7 | 68.0 |
| (OPM) | -1.9% | -1.6% | -0.6% | 9.5% | 9.7% | 6.7% | 4.9% | 4.0% | 1.3% | 6.4% | 3.2% |
| 물류 | 45.3 | 71.8 | 88.7 | 101.3 | 58.2 | 73.7 | 89.9 | 101.0 | 307.2 | 322.8 | 381.1 |
| (OPM) | 1.9% | 2.8% | 3.4% | 3.6% | 2.3% | 2.8% | 3.2% | 3.4% | 2.9% | 3.0% | 3.3% |
| 대통제외 기준 | 143.6 | 105.4 | 181.0 | 172.1 | 220.1 | 183.3 | 230.3 | 206.7 | 602.1 | 840.4 | 896.6 |
| (YoY) | -15.9% | -19.7% | -14.3% | 65.2% | 53.3% | 73.9% | 27.3% | 20.1% | -2.4% | 39.6% | 6.7% |
| (OPM) | 5.1% | 3.3% | 5.3% | 5.2% | 6.3% | 5.3% | 6.2% | 5.8% | 4.7% | 5.9% | 6.0% |
| 세전이익 | 76.5 | 44.3 | 68.4 | 149.6 | 622.2 | 134.4 | 202.5 | 183.4 | 338.8 | 1,142.4 | 811.2 |
| 당기순이익 | 40.9 | 39.5 | 17.1 | 93.5 | 451.9 | 96.1 | 144.8 | 131.1 | 191.0 | 823.9 | 580.0 |
| 지배주주순이익 | 40.9 | 16.2 | 1.9 | 93.5 | 443.7 | 84.2 | 137.6 | 103.0 | 152.5 | 768.5 | 495.5 |
| (YoY) | -34.6% | -97.9% | -98.2% | 흑전 | 984.7% | 419.9% | 7043.5% | 10.2% | -82.6% | 403.8% | -35.5% |

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 목표주가 변경 내역

| | | |
|---------------|---------|-----------------------------|
| EPS(원) | 30,244 | '21E EPS |
| Target PER(배) | 14.4 | 가공식품 증익 Cycle 의 상단에서 20% 할인 |
| 목표주가(원) | 440,000 | 만원 이하 반올림 |

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 18,670.1 | 22,352.5 | 24,329.4 | 25,913.5 | 27,360.7 |
| 매출원가 | 15,126.5 | 18,069.3 | 19,475.7 | 20,652.3 | 21,681.2 |
| 매출총이익 | 3,543.6 | 4,283.2 | 4,853.7 | 5,261.3 | 5,679.5 |
| 판매비 | 2,710.9 | 3,386.3 | 3,695.3 | 3,988.5 | 4,279.7 |
| 영업이익 | 832.7 | 896.9 | 1,158.4 | 1,272.8 | 1,399.8 |
| EBITDA | 1,473.3 | 1,669.8 | 1,985.4 | 2,149.4 | 2,320.9 |
| 영업외손익 | 461.5 | -558.1 | -15.9 | -461.6 | -457.0 |
| 이자수익 | 20.0 | 35.2 | 16.1 | 14.3 | 15.8 |
| 이자비용 | 246.1 | 398.8 | 280.3 | 277.2 | 274.1 |
| 외환관련이익 | 142.5 | 189.3 | 120.0 | 120.0 | 120.0 |
| 외환관련손실 | 199.2 | 182.8 | 140.0 | 120.0 | 120.0 |
| 종속 및 관계기업손익 | -5.5 | 17.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 749.8 | -218.5 | 268.3 | -198.7 | -198.7 |
| 법인세차감전이익 | 1,294.2 | 338.8 | 1,142.4 | 811.2 | 942.8 |
| 법인세비용 | 368.8 | 147.8 | 318.5 | 231.2 | 268.7 |
| 계속사업손익 | 925.4 | 191.0 | 823.9 | 580.0 | 674.1 |
| 당기순이익 | 925.4 | 191.0 | 823.9 | 580.0 | 674.1 |
| 지배주주순이익 | 875.2 | 152.5 | 768.5 | 495.5 | 566.4 |
| 증감율 및 수익성 (%) | | | | | |
| 매출액 증감율 | 13.3 | 19.7 | 8.8 | 6.5 | 5.6 |
| 영업이익 증감율 | 7.2 | 7.7 | 29.2 | 9.9 | 10.0 |
| EBITDA 증감율 | 9.7 | 13.3 | 18.9 | 8.3 | 8.0 |
| 지배주주순이익 증감율 | 136.4 | -82.6 | 403.9 | -35.5 | 14.3 |
| EPS 증감율 | 112.1 | -82.8 | 403.8 | -35.5 | 14.3 |
| 매출총이익율(%) | 19.0 | 19.2 | 19.9 | 20.3 | 20.8 |
| 영업이익률(%) | 4.5 | 4.0 | 4.8 | 4.9 | 5.1 |
| EBITDA Margin(%) | 7.9 | 7.5 | 8.2 | 8.3 | 8.5 |
| 지배주주순이익률(%) | 4.7 | 0.7 | 3.2 | 1.9 | 2.1 |

현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 영업활동 현금흐름 | 471.4 | 2,143.1 | 1,604.1 | 1,565.5 | 1,695.6 |
| 당기순이익 | 925.4 | 191.0 | 823.9 | 580.0 | 674.1 |
| 비현금항목의 가감 | 482.7 | 1,724.2 | 1,564.5 | 1,614.1 | 1,658.7 |
| 유형자산감가상각비 | 523.2 | 682.2 | 728.3 | 777.9 | 822.7 |
| 무형자산감가상각비 | 117.4 | 143.9 | 151.8 | 151.9 | 151.6 |
| 지분법평가손익 | -1,015.9 | -28.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 858.0 | 927.0 | 684.4 | 684.3 | 684.4 |
| 영업활동자산부채증감 | -754.0 | 607.0 | -202.8 | -135.9 | -111.4 |
| 매출채권및기타채권의감소 | -20.0 | 315.5 | -130.5 | -161.6 | -139.9 |
| 재고자산의감소 | -373.9 | -316.0 | 104.8 | -111.1 | -96.5 |
| 매입채무및기타채무의증가 | -166.1 | 825.4 | 170.7 | 136.8 | 125.0 |
| 기타 | -194.0 | -217.9 | -347.8 | 0.0 | 0.0 |
| 기타현금흐름 | -182.7 | -379.1 | -581.5 | -492.7 | -525.8 |
| 투자활동 현금흐름 | -1,034.6 | -3,189.9 | -289.3 | -1,206.0 | -1,206.0 |
| 유형자산의 취득 | -1,675.4 | -1,553.9 | -1,250.0 | -1,250.0 | -1,250.0 |
| 유형자산의 처분 | 27.2 | 381.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -96.6 | -125.8 | -56.0 | -56.0 | -56.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -129.7 | -37.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 단기금융자산의감소(증가) | 53.3 | -923.7 | 916.7 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 786.6 | -931.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 재무활동 현금흐름 | 521.0 | 1,228.7 | -1,424.6 | -409.9 | -409.9 |
| 차입금의 증가(감소) | 665.4 | 490.4 | -1,114.7 | -100.0 | -100.0 |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소) | 624.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | -61.6 | -93.8 | -56.1 | -56.1 | -56.1 |
| 기타 | -706.8 | 832.1 | -253.8 | -253.8 | -253.8 |
| 기타현금흐름 | -1.0 | -38.5 | 50.9 | -37.8 | -4.9 |
| 현금 및 현금성자산의 순증가 | -43.3 | 143.4 | -58.9 | -88.3 | 74.8 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 590.9 | 547.6 | 691.0 | 632.1 | 543.8 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 547.6 | 691.0 | 632.1 | 543.8 | 618.6 |

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 유동자산 | 5,522.4 | 7,943.0 | 6,490.9 | 6,675.4 | 6,986.6 |
| 현금 및 현금성자산 | 547.6 | 691.0 | 632.1 | 543.8 | 618.6 |
| 단기금융자산 | 180.8 | 1,104.5 | 187.8 | 187.8 | 187.8 |
| 매출채권 및 기타채권 | 2,742.3 | 2,988.0 | 3,118.6 | 3,280.2 | 3,420.1 |
| 재고자산 | 1,497.6 | 2,018.3 | 1,913.4 | 2,024.5 | 2,121.0 |
| 기타유동자산 | 554.1 | 1,141.2 | 639.0 | 639.1 | 639.1 |
| 비유동자산 | 13,974.6 | 18,337.6 | 18,763.4 | 19,139.7 | 19,471.4 |
| 투자자산 | 525.1 | 562.5 | 562.5 | 562.5 | 562.5 |
| 유형자산 | 9,741.7 | 10,817.9 | 11,339.6 | 11,811.7 | 12,239.0 |
| 무형자산 | 3,069.9 | 4,810.2 | 4,714.4 | 4,618.5 | 4,522.9 |
| 기타비유동자산 | 637.9 | 2,147.0 | 2,146.9 | 2,147.0 | 2,147.0 |
| 자산총계 | 19,497.0 | 26,280.6 | 25,254.4 | 25,815.1 | 26,457.9 |
| 유동부채 | 6,680.4 | 8,202.2 | 7,008.2 | 7,045.0 | 7,170.0 |
| 매입채무 및 기타채무 | 2,288.0 | 3,494.8 | 3,665.5 | 3,802.3 | 3,927.3 |
| 단기금융부채 | 3,831.3 | 3,401.1 | 2,886.4 | 2,786.4 | 2,786.4 |
| 기타유동부채 | 561.1 | 1,306.3 | 456.3 | 456.3 | 456.3 |
| 비유동부채 | 5,508.4 | 8,596.9 | 7,996.9 | 7,996.9 | 7,896.9 |
| 장기금융부채 | 4,192.3 | 6,757.1 | 6,157.1 | 6,157.1 | 6,057.1 |
| 기타비유동부채 | 1,316.1 | 1,839.8 | 1,839.8 | 1,839.8 | 1,839.8 |
| 부채총계 | 12,188.8 | 16,799.2 | 15,005.2 | 15,041.9 | 15,066.9 |
| 지배지분 | 4,782.8 | 4,880.9 | 5,593.3 | 6,032.6 | 6,542.8 |
| 자본금 | 81.9 | 81.9 | 81.9 | 81.9 | 81.9 |
| 자본잉여금 | 1,411.6 | 1,309.0 | 1,309.0 | 1,309.0 | 1,309.0 |
| 기타자본 | -180.9 | -171.7 | -171.7 | -171.7 | -171.7 |
| 기타포괄손익누계액 | -224.1 | -124.7 | -124.7 | -124.7 | -124.7 |
| 이익잉여금 | 3,694.3 | 3,786.4 | 4,498.7 | 4,938.0 | 5,448.3 |
| 비지배지분 | 2,525.4 | 4,600.6 | 4,656.0 | 4,740.6 | 4,848.3 |
| 자본총계 | 7,308.2 | 9,481.5 | 10,249.2 | 10,773.1 | 11,391.1 |

투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|--------------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 54,173 | 9,312 | 46,914 | 30,244 | 34,573 |
| BPS | 291,963 | 297,949 | 341,435 | 368,252 | 399,397 |
| CFPS | 87,161 | 116,913 | 145,799 | 133,941 | 142,401 |
| DPS | 3,500 | 3,500 | 3,500 | 3,500 | 3,500 |
| 주당배수(배) | | | | | |
| PER | 6.1 | 27.1 | 7.0 | 10.9 | 9.5 |
| PER(최고) | 7.3 | 37.3 | 7.1 | | |
| PER(최저) | 5.7 | 22.7 | 3.2 | | |
| PBR | 1.13 | 0.85 | 0.96 | 0.89 | 0.82 |
| PBR(최고) | 1.35 | 1.16 | 0.98 | | |
| PBR(최저) | 1.05 | 0.71 | 0.43 | | |
| PSR | 0.29 | 0.19 | 0.22 | 0.21 | 0.20 |
| PCFR | 3.8 | 2.2 | 2.3 | 2.5 | 2.3 |
| EV/EBITDA | 10.2 | 9.2 | 8.3 | 7.7 | 7.1 |
| 주요비율(%) | | | | | |
| 배당성향(% , 보통주, 현금) | 5.6 | 26.9 | 6.2 | 8.9 | 7.6 |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 1.1 | 1.4 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| ROA | 5.1 | 0.8 | 3.2 | 2.3 | 2.6 |
| ROE | 21.5 | 3.2 | 14.7 | 8.5 | 9.0 |
| ROIC | 4.3 | 4.5 | 4.1 | 4.4 | 4.7 |
| 매출채권회전율 | 7.2 | 7.8 | 8.0 | 8.1 | 8.2 |
| 재고자산회전율 | 13.3 | 12.7 | 12.4 | 13.2 | 13.2 |
| 부채비율 | 166.8 | 177.2 | 146.4 | 139.6 | 132.3 |
| 순차입금비율 | 99.8 | 71.3 | 64.6 | 61.3 | 56.5 |
| 이자보상배율 | 3.4 | 2.2 | 4.1 | 4.6 | 5.1 |
| 총차입금 | 8,023.6 | 8,552.0 | 7,437.4 | 7,337.4 | 7,237.4 |
| 순차입금 | 7,295.2 | 6,756.6 | 6,617.5 | 6,605.8 | 6,431.0 |
| NOPLAT | 593.9 | 760.0 | 797.1 | 872.0 | 962.8 |
| FCF | -1,264.2 | 895.2 | 168.4 | 359.9 | 519.7 |

Compliance Notice

- 당사는 6월 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.

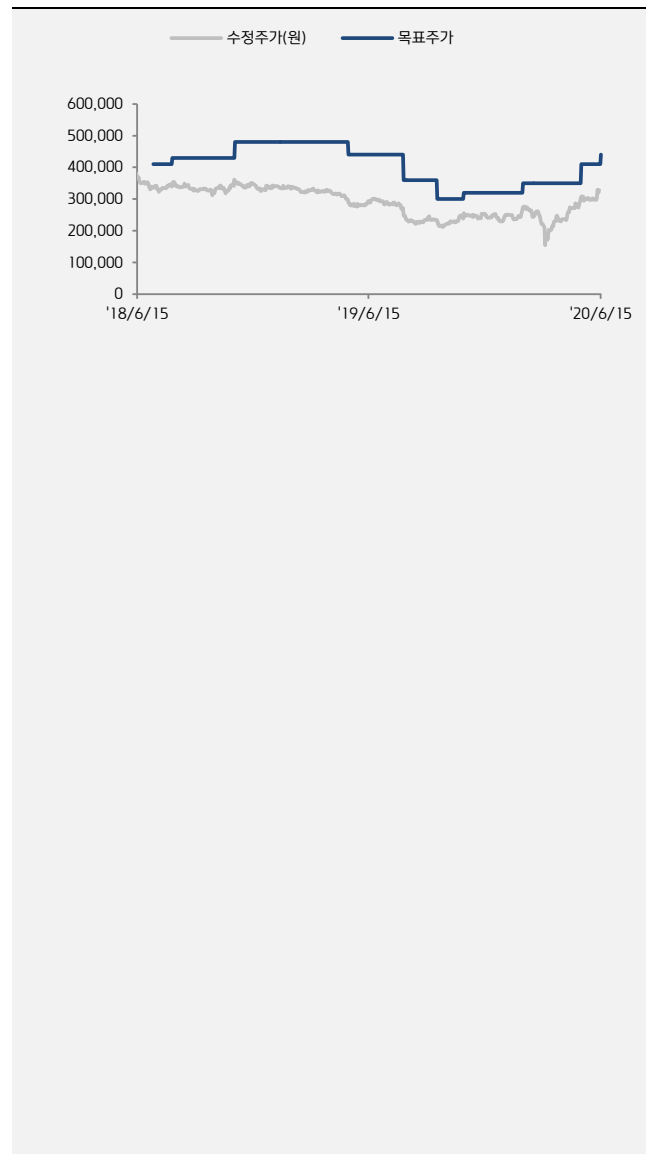
고지사항

- 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 추가대비 | 최고 추가대비 |
| CJ제일제당 (097950) | 2018-07-10 | BUY(Maintain) | 410,000원 | 6개월 | -18.54 | -16.59 |
| | 2018-07-25 | BUY(Maintain) | 410,000원 | 6개월 | -17.89 | -15.37 |
| | 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 | -21.18 | -21.14 |
| | 2020-02-17 | BUY(Maintain) | 350,000원 | 6개월 | -32.43 | -21.14 |
| | 2020-04-07 | BUY(Maintain) | 350,000원 | 6개월 | -32.33 | -21.14 |
| | 2020-04-09 | BUY(Maintain) | 350,000원 | 6개월 | -29.87 | -14.00 |
| | 2020-05-15 | BUY(Maintain) | 410,000원 | 6개월 | -24.76 | -24.76 |
| | 2020-05-18 | BUY(Maintain) | 410,000원 | 6개월 | -26.01 | -19.63 |
| | 2020-06-15 | BUY(Maintain) | 440,000원 | 6개월 | | |

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 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 (2019/04/01~2020/03/31)

| 매수 | 중립 | 매도 |
|--------|-------|-------|
| 96.58% | 2.74% | 0.68% |