

CJ제일제당 (097950)

2Q20 Re: 시가총액 10조원을 향해

2Q20 Re: 달라진 체력, 실적 서프라이즈 시현

2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 5조 9,209억원(YoY +7.4%), 3,849억원(YoY +119.5%)을 시현했다. 물류 제외 매출액 및 영업이익은 각각 3조 4,608억원(YoY +8.6%), 3,016억원(YoY +186.1%)을 기록해 전 사업부에서 예상치를 상회했다. 특히, 해외 가공 및 바이오 영업이익이 전년 대비 큰 폭 개선되면서 전사 이익 개선을 동인했다. ① 가공식품 부문은 HMR 수요 확대에 따른 진천 공장 가동률 상승 및 해외 매출 호조로 매출 및 영업이익이 각각 YoY +14.7%, +209.4% 증가했다. ‘쉬안즈’ 탑라인 성장(YoY +18.9%)을 차치하더라도 해외법인 합산 매출액이 YoY 45.4% 성장했다. 팔목할 만한 탑라인 개선으로 해외법인 영업마진도 큰 폭 개선된 것으로 파악된다. ② 바이오 부문 매출 및 영업이익은 각각 YoY +0.1%, +87.0% 증가했다. 주요 아미노산 판가(라이신, 메치오닌) 인상 효과 및 고수익 제품(발린, 알지린 등)의 매출 비중 확대(2Q19 27%→2Q20 31%)로 손익이 전년대비 대폭 개선되었다. ③ 생물자원 부분도 베트남 돈가 강세가 지속되면서 손익이 YoY 720억원 증가했다.

3분기도 호실적 이어질 전망

3분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6조 2,329억원(YoY +6.4%), 3,609억원(YoY +32.3%)으로 추정한다. 3분기도 2분기와 유사한 흐름이 이어지면서 시장 기대치를 상회하는 호실적이 전망된다. ① 식품 내 해외 비중이 2Q20 48%까지 상승한 가운데 마진 개선이 본격화되고 있어 긍정적이다. ② 바이오 부문은 고수익 제품 매출 확대로 이익 가시성이 어느 때보다 높다. ③ 사료 부문은 3분기 베트남 돈가가 6만동 이상은 유지될 것으로 전망되는 만큼 YoY 큰 폭의 이익 개선이 예상된다.

목표주가 다시 상향

실적 추정치 조정을 반영하여 목표주가를 다시 한 번 상향한다. 목표주가 62만원원은 식품 내 해외 비중 확대(19년 39%→20년 46%)를 감안하여 역사적 밸류에이션 밴드 상단 값을 적용했다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 620,000원(상향) | CP(8월 11일): 443,500원

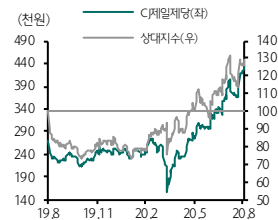
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,418.67
52주 최고/최저(원)	443,500/155,000
시가총액(십억원)	6,676.5
시가총액비중(%)	0.55
발행주식수(천주)	15,054.2
60일 평균 거래량(천주)	87.9
60일 평균 거래대금(십억원)	30.9
20년 배당금(예상, 원)	3,500
20년 배당수익률(예상, %)	0.79
외국인지분율(%)	21.76
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 8인	45.51
국민연금공단	13.15
주가상승률	1M 6M 12M
절대	13.7 73.9 78.8
상대	1.1 59.9 43.3

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	24,354.7	25,674.3
영업이익(십억원)	1,137.8	1,209.1
순이익(십억원)	781.2	517.6
EPS(원)	43,929	28,002
BPS(원)	350,222	377,475

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	18,670.1	22,352.5	24,264.2	25,945.0	27,501.7
영업이익	십억원	832.7	896.9	1,300.4	1,474.6	1,666.7
세전이익	십억원	1,294.2	338.8	1,278.0	875.6	1,059.3
순이익	십억원	875.2	152.5	770.5	513.4	615.3
EPS	원	54,173	9,312	47,032	31,339	37,561
증감률	%	112.1	(82.8)	405.1	(33.4)	19.9
PER	배	6.10	27.12	9.43	14.15	11.81
PBR	배	1.11	0.83	1.28	1.18	1.08
EV/EBITDA	배	10.16	8.50	7.97	7.20	6.43
ROE	%	21.46	3.16	14.71	8.82	9.72
BPS	원	298,085	304,071	347,676	375,587	409,721
DPS	원	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500



Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 권중하
02-3771-3126
shkon1215@hanafn.com

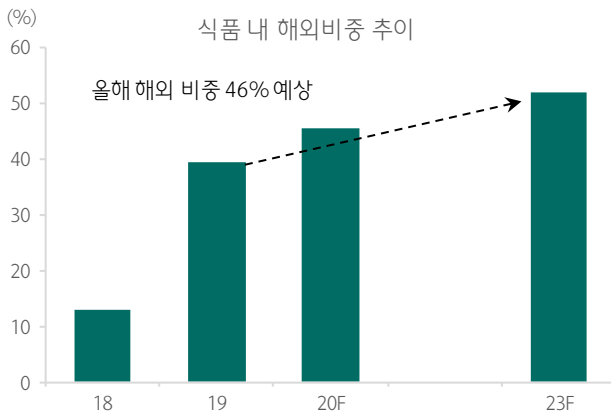
표 1. 2Q20 Re

(단위: 십억원)

	2Q20P	2Q19	YoY	Consen	%Diff
매출액	5,920.9	5,515.3	7.4	5,939.0	(0.3)
영업이익	384.9	175.3	119.5	261.0	47.5
세전이익	256.2	44.3	477.7	142.1	80.3
(지배)순이익	111.4	16.2	587.8	82.2	35.6
OPM %	6.5	3.2		4.4	
NPM %	1.9	0.3		1.4	

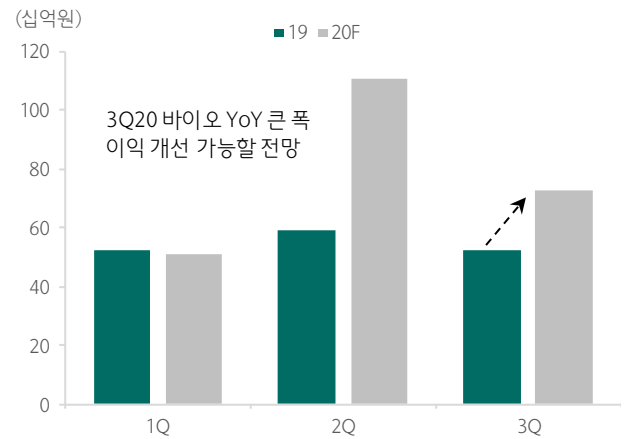
자료: 하나금융투자

그림 1. 식품 내 해외 비중 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 바이오 3분기까지 호실적 이어질 전망



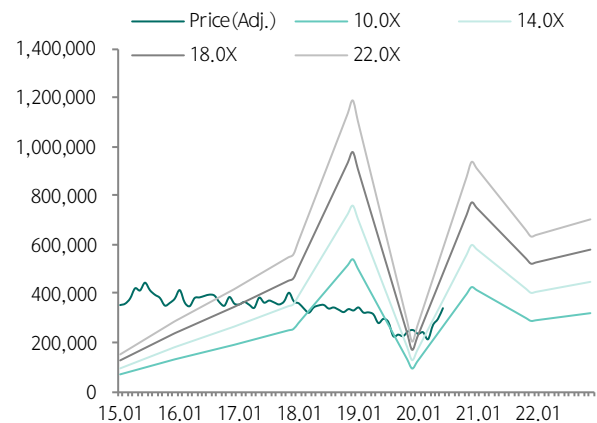
자료: 하나금융투자

그림 3. 최근 외국인 매수세 강해져



자료: 하나금융투자

그림 4. C제일제당 12개월 Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

표 2. C제일제당 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	18	19	20F
매출액	5,017.8	5,515.3	5,858.1	5,961.3	5,830.9	5,920.9	6,232.9	6,279.4	18,670.1	22,352.5	24,264.2
① 소재	450.4	418.0	472.0	418.6	423.2	428.1	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	1,837.4	1,762.9	1,910.3	1,771.5	3,438.1	6,251.5	7,282.2
- 국내	810.3	704.9	846.9	736.1	802.2	714.4	889.2	758.2	2,768.3	3,098.2	3,164.0
- 해외	220.0	224.0	245.8	265.5	296.0	325.7	282.0	288.5	669.8	955.3	1,192.2
- 쉬안즈	240.3	608.0	659.9	690.3	742.6	722.8	739.1	724.8		2,198.5	2,929.3
③ 바이오	589.4	742.2	719.1	712.4	677.7	742.9	763.8	779.4	2,715.7	2,763.1	2,963.8
④ 생물자원	500.8	489.3	502.4	500.7	543.4	526.9	527.5	515.7	2,173.2	1,993.2	2,113.5
⑤ 물류	2,432.7	2,534.8	2,621.8	2,825.7	2,515.4	2,650.0	2,790.0	3,001.0	9,219.7	10,415.0	10,956.4
YoY	15.4%	23.8%	18.5%	21.1%	16.2%	7.4%	6.4%	5.3%	13.3%	19.7%	8.6%
① 소재	-2.7%	-9.1%	-2.5%	-2.0%	-6.0%	2.4%	0.0%	0.0%	-6.5%	-4.1%	0.0%
② 가공	48.8%	99.7%	80.3%	100.7%	44.7%	14.7%	9.0%	4.7%	9.9%	81.8%	16.5%
③ 바이오	-0.4%	20.9%	-2.3%	-7.9%	15.0%	0.1%	6.2%	9.4%	25.3%	1.7%	7.3%
④ 생물자원	2.3%	-6.7%	-9.2%	-17.5%	8.5%	7.7%	5.0%	3.0%	2.9%	-8.3%	6.0%
⑤ 물류	21.5%	11.0%	8.4%	12.3%	3.4%	4.5%	6.4%	6.2%	39.3%	13.0%	5.2%
영업이익	179.1	175.3	272.7	269.8	275.9	384.9	360.9	278.8	832.7	896.9	1,300.4
① 소재	23.6	18.0	32.1	8.0	16.6	15.0	23.6	8.4	95.6	81.7	63.6
② 가공	77.3	36.0	99.4	47.7	99.7	111.4	124.3	86.1	261.9	260.4	421.4
③ 바이오	52.4	59.3	52.5	68.6	51.1	110.9	73.0	61.0	194.1	232.8	296.0
④ 생물자원	(9.7)	(7.9)	(3.0)	47.8	52.7	64.3	45.0	10.3	53.6	27.2	172.3
⑤ 물류	45.3	71.8	88.7	101.3	57.9	85.0	95.0	113.0	242.7	307.1	350.9
YoY	-14.8%	-5.0%	2.8%	56.3%	54.1%	119.5%	32.3%	3.3%	7.2%	7.7%	45.0%
① 소재	-21.8%	-14.3%	-13.6%	9.2%	-29.7%	-16.7%	-26.5%	4.7%	17.5%	-14.6%	-22.2%
② 가공	-10.8%	-24.4%	-2.6%	86.5%	29.0%	209.4%	25.0%	80.4%	-6.9%	-0.6%	61.8%
③ 바이오	8.3%	32.1%	-3.5%	47.8%	-2.5%	87.0%	39.0%	-11.1%	42.1%	19.9%	27.1%
④ 생물자원	N/A	T/R	T/R	92.0%	T/B	T/B	T/B	-78.4%	-319.7%	-49.3%	533.9%
⑤ 물류	0.0%	25.7%	67.7%	15.9%	27.7%	18.4%	7.1%	11.5%	3.0%	26.5%	14.2%
OPM	3.6%	3.2%	4.7%	4.5%	4.7%	6.5%	5.8%	4.4%	4.5%	4.0%	5.4%
① 소재	5.2%	4.3%	6.8%	1.9%	3.9%	3.5%	5.0%	2.0%	5.2%	4.6%	3.6%
② 가공	6.1%	2.3%	5.7%	2.8%	5.4%	6.3%	6.5%	4.9%	7.6%	4.2%	5.8%
③ 바이오	8.9%	8.0%	7.3%	9.6%	7.5%	14.9%	9.6%	7.8%	7.1%	8.4%	10.0%
④ 생물자원	-1.9%	-1.6%	-0.6%	9.5%	9.7%	12.2%	8.5%	2.0%	2.5%	1.4%	8.2%
⑤ 물류	1.9%	2.8%	3.4%	3.6%	2.3%	3.2%	3.4%	3.8%	2.6%	2.9%	3.2%
세전이익	76.5	44.3	68.4	149.6	622.2	256.2	240.9	158.8	1,294.2	338.8	1,278.0
YoY	-31.8%	-95.8%	-57.9%	-624.5%	713.7%	477.7%	252.1%	6.1%	121.5%	-73.8%	277.2%
(지배)순이익	40.9	16.2	1.9	93.5	443.7	111.4	131.9	83.5	875.2	152.5	770.5
YoY	-34.6%	-97.9%	-98.2%	-273.7%	984.7%	587.8%	6747.0%	-10.8%	136.4%	-82.6%	405.1%
NPM	0.8%	0.3%	0.0%	1.6%	7.6%	1.9%	2.1%	1.3%	4.7%	0.7%	3.2%

자료: 하나금융투자

표 3. C제일제당 목표주가 62만원 도출

	기업가치	비고
21F EPS(원)	31,339	
Target PER(배)	20	역사적 밴드 상단 값
Target Price (원)	620,000	

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

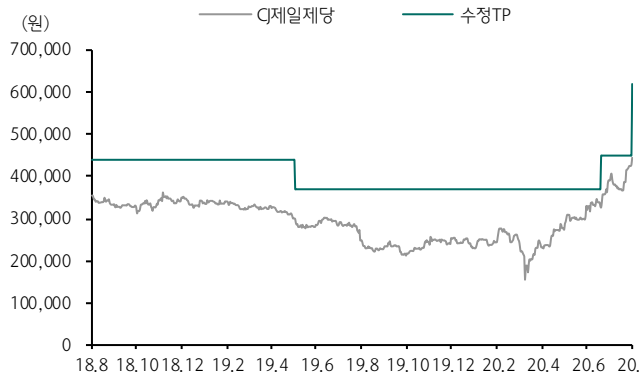
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	18,670.1	22,352.5	24,264.2	25,945.0	27,501.7
매출원가	15,126.5	18,069.3	19,324.1	20,818.2	21,984.8
매출총이익	3,543.6	4,283.2	4,940.1	5,126.8	5,516.9
판매비	2,710.9	3,386.3	3,639.6	3,652.3	3,850.2
영업이익	832.7	896.9	1,300.4	1,474.6	1,666.7
금융손익	(252.6)	(362.5)	(256.9)	(227.2)	(198.5)
종속/관계기업손익	(5.5)	17.5	572.5	0.0	0.0
기타영업외손익	719.5	(213.1)	(338.0)	(371.8)	(408.9)
세전이익	1,294.2	338.8	1,278.0	875.6	1,059.3
법인세	368.8	147.8	381.1	249.6	308.9
계속사업이익	925.4	191.0	896.9	626.1	750.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	925.4	191.0	896.9	626.1	750.4
비지배주주지분 손익	50.2	38.5	126.5	112.7	135.1
지배주주순이익	875.2	152.5	770.5	513.4	615.3
지배주주지분포괄이익	826.6	256.9	699.6	488.3	585.3
NOPAT	595.4	505.7	912.6	1,054.3	1,180.7
EBITDA	1,473.3	2,007.3	2,373.9	2,518.6	2,663.6
성장성(%)					
매출액증가율	13.3	19.7	8.6	6.9	6.0
NOPAT증가율	8.5	(15.1)	80.5	15.5	12.0
EBITDA증가율	9.7	36.2	18.3	6.1	5.8
영업이익증가율	7.2	7.7	45.0	13.4	13.0
(지배주주)순이익증가율	136.4	(82.6)	405.2	(33.4)	19.8
EPS증가율	112.1	(82.8)	405.1	(33.4)	19.9
수익성(%)					
매출총이익률	19.0	19.2	20.4	19.8	20.1
EBITDA이익률	7.9	9.0	9.8	9.7	9.7
영업이익률	4.5	4.0	5.4	5.7	6.1
계속사업이익률	5.0	0.9	3.7	2.4	2.7
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	54,173	9,312	47,032	31,339	37,561
BPS	298,085	304,071	347,676	375,587	409,721
CFPS	87,161	116,913	158,641	130,471	137,048
EBITDAPS	91,201	122,532	144,910	153,748	162,595
SPS	1,155,703	1,364,484	1,481,183	1,583,788	1,678,815
DPS	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
추가지표(배)					
PER	6.1	27.1	9.4	14.2	11.8
PBR	1.1	0.8	1.3	1.2	1.1
PCFR	3.8	2.2	2.8	3.4	3.2
EV/EBITDA	10.2	8.5	8.0	7.2	6.4
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	21.5	3.2	14.7	8.8	9.7
ROA	4.8	0.7	2.9	1.8	2.1
ROIC	4.2	3.0	4.9	5.8	6.6
부채비율	166.8	177.2	167.7	162.9	156.7
순부채비율	99.8	89.8	70.6	58.7	45.2
이자보상배율(배)	3.4	2.2	2.9	3.3	3.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	5,522.4	7,943.0	9,614.8	10,889.7	12,393.5
금융자산	741.1	1,829.3	3,021.7	3,875.2	4,988.7
현금성자산	547.6	691.0	1,786.0	2,553.9	3,588.2
매출채권 등	2,742.3	2,988.0	3,243.6	3,468.3	3,676.4
재고자산	1,497.6	2,018.3	2,190.9	2,342.6	2,483.2
기타유동자산	541.4	1,107.4	1,158.6	1,203.6	1,245.2
비유동자산	13,974.6	18,337.6	18,006.8	17,735.1	17,322.9
투자자산	550.3	567.5	610.1	647.6	682.3
금융자산	277.0	277.2	300.9	321.7	341.0
유형자산	9,741.7	10,817.9	10,581.2	10,402.0	10,078.7
무형자산	3,069.9	4,810.2	4,673.5	4,543.5	4,420.0
기타비유동자산	612.7	2,142.0	2,142.0	2,142.0	2,141.9
자산총계	19,497.0	26,280.6	27,621.5	28,624.8	29,716.5
유동부채	6,680.4	8,202.2	8,561.8	8,871.9	9,155.4
금융부채	3,842.1	3,423.6	3,384.8	3,344.7	3,303.9
매입채무 등	2,288.0	3,494.8	3,793.7	4,056.5	4,299.9
기타유동부채	550.3	1,283.8	1,383.3	1,470.7	1,551.6
비유동부채	5,508.4	8,596.9	8,740.3	8,866.4	8,983.1
금융부채	4,196.0	6,920.3	6,920.3	6,920.3	6,920.3
기타비유동부채	1,312.4	1,676.6	1,820.0	1,946.1	2,062.8
부채총계	12,188.8	16,799.2	17,302.1	17,738.3	18,138.6
지배주주지분	4,782.8	4,880.9	5,595.2	6,052.4	6,611.6
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
자본조정	(180.9)	(171.7)	(171.7)	(171.7)	(171.7)
기타포괄이익누계액	(224.1)	(124.7)	(124.7)	(124.7)	(124.7)
이익잉여금	3,694.3	3,786.4	4,500.7	4,957.9	5,517.1
비지배주주지분	2,525.4	4,600.6	4,724.2	4,834.1	4,966.3
자본총계	7,308.2	9,481.5	10,319.4	10,886.5	11,577.9
순금융부채	7,297.0	8,514.6	7,283.4	6,389.9	5,235.5
현금흐름표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	471.4	2,143.1	2,280.1	1,942.6	1,987.0
당기순이익	925.4	191.0	896.9	626.1	750.4
조정	300.0	1,345.1	1,320.8	1,261.6	1,185.8
감가상각비	640.6	1,110.4	1,073.4	1,044.1	996.9
외환거래손익	0.0	0.0	(123.4)	(123.4)	(123.4)
지분법손익	(975.4)	(12.6)	0.0	0.0	0.0
기타	634.8	247.3	370.8	340.9	312.3
영업활동 변동	(754.0)	607.0	62.4	54.9	50.8
투자활동 현금흐름	(1,034.6)	(3,189.9)	(642.1)	(632.2)	(411.2)
투자자산감소(증가)	(120.9)	(17.2)	(45.4)	(40.3)	(37.5)
유형자산감소(증가)	(1,648.2)	(1,172.0)	(700.0)	(735.0)	(550.0)
기타	734.5	(2,000.7)	103.3	143.1	176.3
재무활동 현금흐름	521.0	1,228.7	(542.9)	(542.6)	(541.5)
금융부채증가(감소)	833.6	2,305.8	(38.8)	(40.1)	(40.8)
자본증가(감소)	588.0	(102.6)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(839.0)	(880.7)	(448.0)	(446.4)	(444.6)
배당지급	(61.6)	(93.8)	(56.1)	(56.1)	(56.1)
현금의 증감	(43.3)	143.4	1,095.1	767.9	1,034.3
Unlevered CFO	1,408.1	1,915.2	2,598.8	2,137.3	2,245.1
Free Cash Flow	(1,204.0)	589.2	1,580.1	1,207.6	1,437.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

CJ제일제당



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.12	BUY	620,000		
20.7.1	BUY	450,000	-14.82%	-5.11%
19.5.14	BUY	370,000	-30.05%	-6.49%
18.8.13	BUY	440,000	-24.43%	-17.84%
17.12.19	BUY	510,000	-32.36%	-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	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 8월 11일

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 08월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2020년 08월 12일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.