

CJ제일제당 (097950)

음식료



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	530,000원 (U)
현재주가 (8/11)	443,500원
상승여력	20%

시가총액	69,221억원
총발행주식수	16,381,619주
60일 평균 거래대금	309억원
60일 평균 거래량	87,892주
52주 고	443,500원
52주 저	155,000원
외인지분율	21.76%
주요주주	CJ 외 8 인 45.51%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	13.7	62.2	78.8
상대	1.1	29.8	43.3
절대(달려환산)	15.5	66.9	82.6

전 부문 '질적 성장'

2Q20 Review: 전 부문 '질적 성장'

2분기 실적은 연결 매출 5조 9,209억원(YoY+7%), 영업이익 3,849억원(YoY+120%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 2,610억원을 48% 상회했다. 매출은 예상 수준이었으나 전 부문 질적 성장이 나타나며 수익성 개선효과가 돋보였다. (전년동기비 영업이익 2.1천억원 증가→ 식품 +724억원, 생물자원 +722억원, 바이오 +514억원) 특히 해외 가공식품과 생물자원 부문의 마진이 급증했다.

▶**가공식품**은 매출 15% 성장, 영업이익 228% 증가했으며, 영업이익률은 6.1%로 전년동기비 4%p 개선되었다. 해외가 매출과 이익 성장을 주도했다. ①**해외**: B2C 수요가 증가되며 매출이 전년동기비 26% 성장했으며, 해외 비중이 59%(+4%p) 까지 확대되었다. 선제적으로 거래선 개편, 고수익 제품 확대 등의 체질 개선과 판촉 효율화 등으로 해외 마진은 손익분기점 수준에서 약 5%까지 수익성이 급증했다. 지역별 성장률은 미국이 19%(슈완스 19%, 그 외 17%), 중국 35%, 베트남이 24% 성장 기록했다. ②**내수**: 외식 감소, 디마케팅 품목 감소 영향에도 B2C 수요가 확대됨에 따라 전년동기비 1% 성장했다.

▶**바이오**는 매출은 전년과 유사했으나, 라이신, 트립토판 등의 판가 상승에 힘입어 영업이익은 전년동기비 87% 증가되고 영업이익률은 14.9%(+6.9%p yoy) 기록했다. 지속적으로 고수익 제품 비중을 확대하고 있으며, 2분기에도 31%(+4%p yoy)까지 확대됐다.

▶**생물자원**은 매출이 8% 성장하고, 영업이익은 흑자전환 했다(YoY+722억원, 영업이익률 12%). 사료 수요는 감소했으나, 베트남 양돈 판매 확대로 매출이 증가했다. 인니 육계가(YoY-14%) 하락에도 베트남 돈가(YoY+118%) 상승 및 국내 돈가 회복(수요 증가)으로 흑자전환 기록했다.

이익 모멘텀 지속 전망

3분기 연결 매출 6조 3,352억원(YoY+8%), 영업이익 3,719억원(YoY+36%)을 전망한다. 부문별로 전년동기비 가공 11% 성장, 바이오 8%, 생물자원 5% 예상된다. 하반기도 이익 모멘텀이 지속될 전망이다. ▶**가공**은 하반기도 해외 중심 성장이 기대된다. 글로벌 비중은 2019년 49% → 2020년F 58% → 2021년 60% 전망하며, 이익은 손익분기점 수준에서 이제 5%로 상승했다. 외형 확대 및 인수 시너지 등으로 마진 개선 효과가 본격적으로 나타날 전망이다. ①**미국**은 슈완스 물류망, 리테일 채널을 통해 비비고 브랜드의 본토 침투율을 높일 것으로 보이며, ②**중국**은 프리미엄 브랜드 제고를 통한 이커머스 공략이 예상된다. ▶**생물자원**은 베트남 돈가가 최근 소폭 하락(8만동→7.5만동)했으나 여전히 높은 수준이며, ▶**바이오**는 고수익 제품 비중 확대를 통해 이익 안정성을 높이고 있다. CJ제일제당에 대한 투자 의견 BUY 유지하며, 업종 탐픽 관점 유지한다. 목표주가는 53만원으로 상향하는데, 2020년, 2021년 추정치 상향에 기인한다.

Quarterly earning Forecasts

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	59,209	7.4	1.5	59,390	-0.3
영업이익	3,849	119.6	39.5	2,610	47.5
세전계속사업이익	2,576	480.8	-58.6	1,421	81.2
지배순이익	1,120	591.5	-74.8	822	36.4
영업이익률 (%)	6.5	+3.3 %pt	+1.8 %pt	4.4	+2.1 %pt
지배순이익률 (%)	1.9	+1.6 %pt	-5.7 %pt	1.4	+0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	2018A	2019A	2020F	2021F
결산 (12월)				
매출액	186,701	223,525	246,604	259,789
영업이익	8,327	8,969	13,432	14,038
지배순이익	8,752	1,525	8,049	4,010
PER	5.8	28.7	8.4	17.0
PBR	1.1	0.9	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.1	8.7	7.9	7.6
ROE	21.5	3.2	15.1	6.7

자료: 유안타증권

[표 1] CJ 제일제당 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
연결 매출	5,018	5,515	5,858	5,961	5,831	5,921	6,335	6,573	18,670	22,352	24,660	25,979
식품	1,721	1,955	2,225	2,111	2,261	2,191	2,426	2,286	5,272	8,011	9,164	9,574
- 소재	450	418	472	419	423	428	482	427	1,834	1,759	1,760	1,792
- 가공	1,270	1,537	1,752	1,692	1,837	1,763	1,944	1,859	3,438	6,251	7,404	7,782
국내	810	705	847	736	799	714	855	743	2,763	3,097	3,112	3,174
해외	220	224	246	266	296	326	319	326	675	955	1,267	1,431
슈완스	240	608	660	690	743	723	770	790	-	2,100	3,025	3,177
바이오	589	742	719	712	678	743	777	769	2,830	2,765	2,967	3,115
생물자원 (Feed & Care)	501	489	502	501	543	527	528	526	2,173	1,993	2,124	2,187
물류	2,207	2,329	2,412	2,638	2,515	2,460	2,605	2,992	8,395	9,584	10,406	11,103
% YoY 연결 매출	15%	24%	18%	21%	16%	7%	8%	10%	13%	20%	10%	5%
식품	31%	59%	53%	66%	31%	12%	9%	8%	4%	52%	14%	4%
- 소재	-3%	-9%	-2%	-2%	-6%	2%	2%	2%	-7%	-4%	0%	2%
- 가공	49%	100%	80%	101%	45%	15%	11%	10%	10%	82%	18%	5%
국내	16%	12%	7%	14%	-1%	1%	1%	1%	5%	12%	0%	2%
해외	42%	58%	37%	33%	35%	45%	30%	23%	33%	41%	33%	13%
슈완스	-	-	-	-	209%	19%	17%	14%	-	-	44%	5%
바이오	-17%	21%	-2%	-8%	15%	0%	8%	8%	6%	-2%	7%	5%
생물자원(F&C)	2%	-7%	-9%	-17%	9%	8%	5%	5%	3%	-8%	7%	3%
물류	20%	12%	10%	16%	14%	6%	8%	13%	27%	14%	9%	7%
물류 제외 매출	12%	35%	26%	25%	24%	9%	8%	8%	10%	24%	12%	4%
연결 영업이익	179	175	273	270	276	385	372	310	833	897	1,343	1,404
식품	101	54	132	56	116	126	159	92	358	342	494	591
- 소재	24	21	32	8	8	18	28	6	96	85	60	79
- 가공	77	33	99	48	108	108	131	86	261	257	434	512
바이오	52	59	52	69	51	111	64	82	206	233	308	321
생물자원(F&C)	-10	-8	-3	48	53	64	50	55	54	27	222	180
물류	35	70	92	98	56	84	99	81	216	295	319	312
% YoY 영업이익	-15%	-5%	3%	56%	54%	120%	36%	15%	7%	8%	50%	5%
식품	-14%	-21%	-6%	70%	15%	134%	21%	66%	-1%	-4%	44%	20%
- 소재	-25%	13%	-24%	100%	-66%	-14%	-13%	-25%	22%	-12%	-29%	32%
- 가공	-9%	-34%	2%	66%	40%	228%	32%	81%	-8%	-2%	69%	18%
바이오	-13%	32%	-4%	48%	-2%	87%	23%	19%	-5%	13%	32%	4%
생물자원(F&C)	적지	적전	적전	92%	흑전	흑전	흑전	16%	흑전	-49%	717%	-19%
물류	-10%	31%	70%	43%	57%	19%	8%	-17%	-2%	37%	8%	-2%
물류 제외 영업이익	-10%	-20%	-14%	65%	53%	186%	51%	33%	27%	-1%	70%	7%
지배주주 순익	41	16	2	94	444	111	137	109	875	153	802	397
% Margin 영업이익률	4%	3%	5%	5%	5%	7%	6%	5%	4%	4%	5%	5%
식품	6%	3%	6%	3%	5%	6%	7%	4%	7%	4%	5%	6%
- 소재	5%	4%	7%	2%	2%	4%	6%	1%	5%	5%	3%	4%
- 가공	6%	2%	6%	3%	6%	6%	7%	5%	8%	4%	6%	7%
바이오	9%	8%	7%	10%	8%	15%	8%	11%	7%	8%	10%	10%
생물자원(F&C)	-2%	-2%	-1%	10%	10%	12%	9%	11%	2%	1%	10%	8%
물류	2%	3%	4%	4%	2%	3%	4%	3%	3%	3%	3%	3%

자료: 유안타증권 리서치센터 [참고] 2018년(2Q18)은 CJ 헬스케어 처분이익(9,957억원), 1Q20은 기양동 부지 처분이익(5,282억원)에 따른 일회성 존재

CG 제일제당 (097950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	186,701	223,525	246,604	259,789	271,221
매출원가	151,265	180,693	194,617	203,745	212,188
매출총이익	35,436	42,832	51,986	56,044	59,033
판매비	27,109	33,863	38,554	42,007	44,428
영업이익	8,327	8,969	13,432	14,038	14,605
EBITDA	14,733	20,073	24,704	25,340	25,729
영업외손익	4,615	-5,581	-99	-6,733	-5,070
외환관련손익	-567	65	-2,160	-1,800	-1,500
이자손익	-2,261	-3,637	-1,074	-743	-297
관계기업관련손익	-55	175	193	212	212
기타	7,497	-2,184	2,943	-4,402	-3,485
법인세비용차감전순손익	12,942	3,388	13,334	7,305	9,535
법인세비용	3,688	1,478	3,824	1,826	2,384
계속사업순손익	9,254	1,910	9,510	5,479	7,151
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	9,254	1,910	9,510	5,479	7,151
지배지분순이익	8,752	1,525	8,049	4,010	5,203
포괄순이익	8,891	3,562	11,162	7,131	8,803
지배지분포괄이익	8,266	2,569	8,049	5,142	6,348

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	22,624	19,854	21,353
당기순이익	9,254	1,910	9,510	5,479	7,151
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	-5,643	-4,033	-3,730
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	5,568	2,453	3,398
현금의 증감	-433	1,434	28,777	25,051	29,293
기초 현금	5,909	5,476	6,910	35,687	60,738
기말 현금	5,476	6,910	35,687	60,738	90,030
NOPLAT	8,327	8,969	13,432	14,038	14,605
FCF	-11,933	6,692	2,259	7,006	9,356

자료: 유안타증권

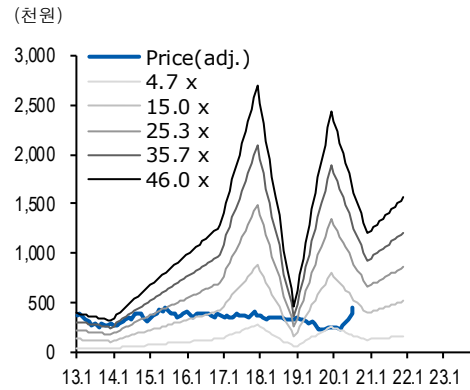
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	55,224	79,430	111,905	139,786	171,532
현금및현금성자산	5,476	6,910	35,687	60,738	90,030
매출채권 및 기타채권	27,423	29,880	32,725	34,364	35,785
재고자산	14,976	20,183	22,266	23,457	24,489
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	296,646	323,703	353,004
유동부채	66,804	82,022	71,971	62,961	53,878
매입채무 및 기타채무	22,880	34,948	36,436	37,411	38,312
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	184,076	202,315	220,480
지배지분	47,828	48,809	57,949	62,488	68,220
자본금	819	819	819	819	819
자본잉여금	14,116	13,090	13,090	13,090	13,090
이익잉여금	36,943	37,864	45,351	48,239	52,319
비지배지분	25,254	46,006	54,621	58,900	64,303
자본총계	73,082	94,815	112,570	121,388	132,524
순차입금	71,980	83,831	72,318	64,531	52,502
총차입금	79,391	102,124	119,388	136,652	153,915

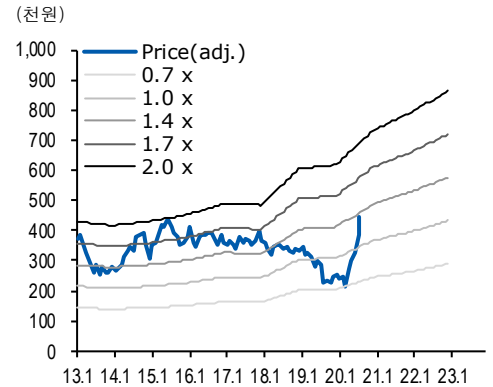
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	58,706	9,820	52,843	26,013	33,936
BPS	298,494	304,613	361,656	389,986	425,761
EBITDAPS	91,201	122,532	150,803	154,683	157,062
SPS	1,155,703	1,364,484	1,505,367	1,585,858	1,655,640
DPS	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
PER	5.8	28.7	8.4	17.0	13.1
PBR	1.1	0.9	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.1	8.7	7.9	7.6	7.2
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	13.3	19.7	10.3	5.3	4.4
영업이익 증가율 (%)	7.2	7.7	49.8	4.5	4.0
지배순이익 증가율 (%)	136.4	-82.6	427.7	-50.2	29.7
매출총이익률 (%)	19.0	19.2	21.1	21.6	21.8
영업이익률 (%)	4.5	4.0	5.4	5.4	5.4
지배순이익률 (%)	4.7	0.7	3.3	1.5	1.9
EBITDA 마진 (%)	7.9	9.0	10.0	9.8	9.5
ROIC	4.4	3.2	5.6	6.0	6.3
ROA	4.8	0.7	2.9	1.3	1.5
ROE	21.5	3.2	15.1	6.7	8.0
부채비율 (%)	166.8	177.2	163.5	166.7	166.4
순차입금/자기자본 (%)	150.5	171.8	124.8	103.3	77.0
영업이익/금융비용 (배)	3.4	2.2	5.7	5.2	4.8

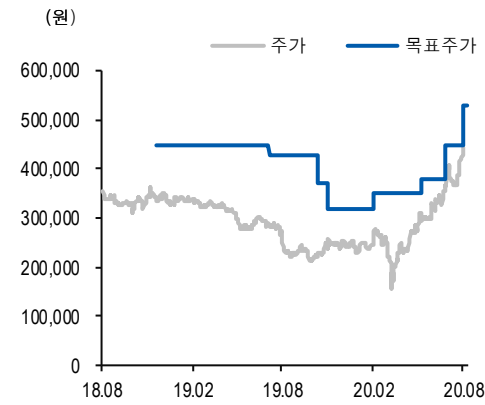
P/E band chart



P/B band chart



CJ제일제당 (097950) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-12	BUY	530,000	1년		
2020-07-07	BUY	450,000	1년	-13.08	-1.44
2020-05-18	BUY	380,000	1년	-15.89	-5.13
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

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)	1.3
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	11.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-10

※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.