



CJ제일제당 (097950)

높은 베이스 부담에도 성장

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(유지): 600,000원

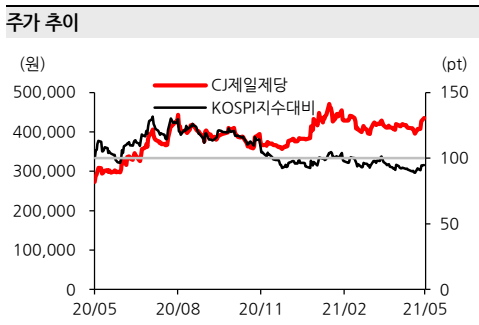
현재 주가(5/10)	435,000원
상승여력	▲37.9%
시가총액	65,486억원
발행주식수	15,054천주
52 주 최고가 / 최저가	471,000 / 273,500원
90 일 일평균 거래대금	228.9억원
외국인 지분율	25.0%

주주 구성	
CJ (외 9인)	45.5%
국민연금공단 (외 1인)	10.6%
자사주 (외 1인)	2.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.6	1.4	14.6	57.0
상대수익률(KOSPI)	-0.2	-3.4	-17.8	-9.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	22,352	24,246	26,122	27,529
영업이익	897	1,360	1,565	1,707
EBITDA	2,007	2,645	2,815	2,963
지배주주순이익	153	686	709	804
EPS	10,133	45,228	46,774	53,083
순차입금	8,479	7,826	7,226	6,469
PER	24.9	8.4	9.3	8.2
PBR	0.8	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.2	5.2	5.0	4.5
배당수익률	1.4	1.0	0.8	0.8
ROE	3.2	13.5	12.7	12.8



CJ 제일제당 1Q21 실적은 전년 높은 베이스에도 불구하고 본업에서 서프라이즈를 기록했습니다. 가장 베이스 부담이 높은 2 분기 실적도 긍정적인 가이드언스를 제시했습니다.

1Q21 Review: 높은 베이스에도 서프라이즈

1Q21 연결 기준 매출액 6조 1,781억원(+6.0%, 이하 yoy 기준 동일), 영업이익 3,851억원(+39.6%) / CJ대한통운 제외한 본업 실적은 매출액 3조 6,711억원(+5.4%), 영업이익 3,423억원(+55.5%)로 전년 높은 베이스에도 불구하고 시장 기대치를 상회하는 호실적을 실현했다. 지배주주 순이익은 1,654억원(-62.7%)으로 전년동기 영업외로 가양동 부지 매각 처분이익에 따른 베이스 부담으로 감소했다. 사업부문별로는, 1) 식품 사업 매출액 2조 3,064억원(+2.0%), 영업이익 1,764억원(+51.7%) 기록했다. 수익성 개선 노력에 힘입어 이익이 대폭 개선되었다. ① 국내 가공식품은 8,570억원으로 핵심제품 판매 호조와 설 선물 세트 시점차이로 +7.3% 성장했다. ② 소재 사업은 매출액 4,234억원으로 전년과 유사했다. ③ 글로벌 식품 매출은 1조 260억원(-1.2%)으로 중국과 일본은 성장했으나 미국 사업은 B2B 부진 및 원달러 환율 하락으로 원화 기준 매출이 감소했다. 2) 바이오 사업 매출액 1조 3,647억원(+11.8%), 영업이익 1,659억원(+59.8%) 기록했다. a. 순수 바이오 사업은 매출액 6,683억원(+14.7%), 영업이익 770억원(+50.7%) 기록했다. 판가 인상 및 고수익 제품 판매 확대로 매출과 이익 모두 성장했다. b. 생물자원 매출액 5,874억원(+8.1%), 영업이익 889억원(+68.7%) 기록했다. 베트남 돈가의 높은 가격이 지속되고 인니의 육계가 상승, 생산성 개선으로 이익은 대폭 성장했다.

가장 부담되는 2분기 긍정적 가이드언스 제시

전년 2분기 베이스 부담이 가장 높아 감익에 대한 우려가 높았으나 2분기 가이드언스를 CJ 대한통운 제외 매출 증가율 mid to high single 성장 및 8~9% 영업이익률을 제시하며 우려를 불식했다. 식품 사업부문은 원재료 가격 상승과 기저 부담으로 이익 개선은 제한적이지만 바이오 부문에서의 판가 상승으로 인한 성장으로 2Q21 CJ 대한통운 제외 매출액 3조 6,524억원(+5.5%), 영업이익 3,154억원(+4.6%) 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 60만원 유지

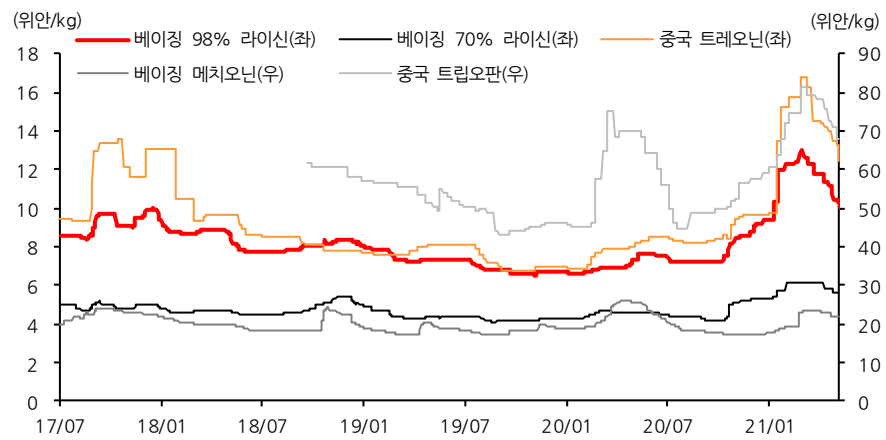
[표1] CJ제일제당 1Q21 실적 잠정치와 컨센서스 비교

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P (a)	yy	qq	컨센서스(b)	차이(a/b-1)
매출액	5,830.9	5,920.9	6,342.5	6,151.4	6,178.1	6.0	0.4	6,135.1	0.7
영업이익	275.9	384.9	402.1	296.6	385.1	39.6	29.8	327.5	17.6
지배주주순이익	443.7	111.4	140.2	-9.8	165.4	-62.7	흑자전환	133.8	23.6
영업이익률(%)	4.7	6.5	6.3	4.8	6.2			5.3	
순이익률(%)	7.6	1.9	2.2	-0.2	2.7			2.2	

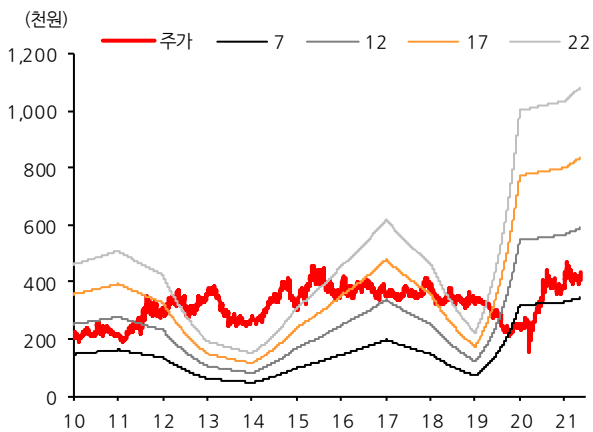
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 중국 사료 첨가제 가격 추이



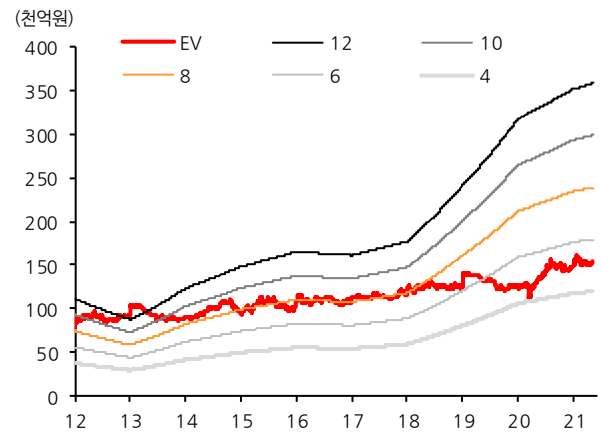
자료: Feedtrade, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 12M FWD PER 밴드 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 12M FWD EV/EBITDA 밴드 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] CJ제일제당 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	5,830.9	5,920.9	6,533.0	6,151.4	6,178.1	6,517.3	6,824.7	6,601.9	24,245.7	26,122.0	27,529.3
growth, y-y %	16.2	7.4	11.5	3.2	6.0	10.1	4.5	7.3	8.5	7.7	5.4
식품	2,260.6	2,191.0	2,389.1	2,128.0	2,306.4	2,284.5	2,499.7	2,237.8	9,014.5	9,566.8	10,068.5
growth, y-y %	31.4	12.1	7.4	0.8	2.0	4.3	4.6	5.2	12.5	6.1	5.2
sales %	38.8	37.0	36.6	34.6	37.3	35.1	36.6	33.9	37.2	36.6	36.6
소재	423.2	428.1	470.9	362.5	423.4	432.4	475.6	366.1	1,684.9	1,706.1	1,727.9
growth, y-y %	-6.0	2.4	-0.3	-13.4	0.0	1.0	1.0	1.0	-4.2	1.3	1.3
sales %	7.3	7.2	7.2	5.9	6.9	6.6	7.0	5.5	6.9	6.5	6.3
가공	1,837.4	1,762.9	1,918.2	1,765.5	1,883.0	1,852.1	2,024.1	1,871.6	7,329.6	7,860.8	8,340.5
growth, y-y %	44.7	14.7	9.5	4.4	2.5	5.1	5.5	6.0	17.3	7.2	6.1
sales %	31.5	29.8	29.4	28.7	30.5	28.4	29.7	28.4	30.2	30.1	30.3
바이오	1,221.1	1,269.8	1,359.3	1,344.8	1,364.7	1,368.0	1,411.8	1,380.8	5,338.6	5,617.1	5,839.0
growth, y-y %	12.0	3.1	11.3	10.9	11.8	7.7	3.9	2.7	12.2	5.2	4.0
sales %	20.9	21.4	20.8	21.9	22.1	21.0	20.7	20.9	22.0	21.5	21.2
바이오	677.7	742.9	771.3	789.8	777.3	814.7	812.0	814.7	3,081.3	3,287.7	3,450.8
growth, y-y %	15.0	0.1	7.3	10.9	14.7	9.7	5.3	3.2	11.5	6.7	5.0
sales %	11.6	12.5	11.8	12.8	12.6	12.5	11.9	12.3	12.7	12.6	12.5
생물자원	543.4	526.9	588.0	555.0	587.4	553.2	599.8	566.1	2,257.3	2,329.3	2,388.1
growth, y-y %	8.5	7.7	17.0	10.8	8.1	5.0	2.0	2.0	13.3	3.2	2.5
sales %	9.3	8.9	9.0	9.0	9.5	8.5	8.8	8.6	9.3	8.9	8.7
물류	2,515.4	2,650.0	2,774.5	2,841.3	2,692.6	2,864.9	2,913.2	2,983.4	10,958.4	11,732.0	12,471.5
growth, y-y %	3.4	4.5	5.8	0.6	7.0	8.1	5.0	5.0	5.2	7.1	6.3
sales %	43.1	44.8	42.5	46.2	43.6	44.0	42.7	45.2	45.2	44.9	45.3
영업이익	275.9	384.9	402.1	296.6	385.1	405.4	428.1	346.5	1,359.6	1,565.1	1,817.0
growth, y-y %	54.1	119.5	47.5	9.9	39.6	5.3	6.5	16.8	51.6	15.1	16.1
margin %	4.7	6.5	6.2	4.8	6.2	6.2	6.3	5.2	5.6	6.0	6.6
식품	116.3	126.4	175.8	91.5	176.4	127.9	191.4	124.3	510.0	620.1	674.6
growth, y-y %	15.3	134.1	33.7	64.3	51.7	1.2	8.9	35.9	49.1	21.6	8.8
sales %	5.1	5.8	7.4	4.3	7.6	5.6	7.7	5.6	5.7	6.5	6.7
바이오	103.8	175.2	135.9	116.6	165.9	187.5	134.9	115.8	531.5	604.0	635.9
growth, y-y %	143.1	240.9	174.5	0.2	59.8	7.0	-0.8	-0.7	104.4	13.6	5.3
sales %	8.5	13.8	10.0	8.7	12.2	13.7	9.6	8.4	10.0	10.8	10.9
물류	58.2	83.9	92.5	90.8	48.1	90.0	101.8	106.3	325.4	346.2	396.7
growth, y-y %	28.5	16.9	4.3	-10.4	-17.3	7.3	10.1	17.1	-3.1	6.4	14.6
sales %	2.3	3.2	3.3	3.2	1.8	3.1	3.5	3.6	3.0	3.0	3.2
매출액(물류제외)	3,481.7	3,460.8	3,758.5	3,472.8	3,671.1	3,652.4	3,911.5	3,618.6	14,363.2	15,183.9	15,907.4
growth, y-y %	23.9	8.6	9.1	4.5	5.4	5.5	4.1	4.2	12.5	5.7	4.8
영업이익(물류제외)	220.1	301.6	311.7	208.1	342.3	315.4	326.3	240.2	1,041.5	1,224.2	1,387.9
growth, y-y %	53.3	186.1	72.2	20.9	55.5	4.6	4.7	15.4	73.0	17.5	13.4
margin %	6.3	8.7	8.3	6.0	9.3	8.6	8.3	6.6	7.3	8.1	8.7
순이익(지배주주)	443.7	111.4	140.2	-9.8	165.4	183.3	198.5	161.7	685.6	708.9	861.8
growth, y-y %	984.7	587.8	7,182.0	-110.5	-62.7	64.5	41.6	후천	349.4	3.4	21.6
margin %	7.6	1.9	2.1	-0.2	2.7	2.8	2.9	2.4	2.8	2.7	3.1

자료: CJ제일제당, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	18,670	22,352	24,246	26,122	27,529
매출총이익	3,544	4,283	5,186	5,669	6,027
영업이익	833	897	1,360	1,565	1,707
EBITDA	1,473	2,007	2,645	2,815	2,963
순이자손익	-225	-362	-283	-35	-35
외화관련손익	-57	7	4	0	0
지분법손익	975	29	21	23	20
세전계속사업손익	1,294	339	1,179	1,363	1,532
당기순이익	925	191	786	956	1,084
지배주주순이익	875	153	686	709	804
증가율(%)					
매출액	13.3	19.7	8.5	7.7	5.4
영업이익	7.2	7.7	51.6	15.1	9.1
EBITDA	9.7	36.2	31.8	6.4	5.2
순이익	124.2	-79.4	311.7	21.6	13.4
이익률(%)					
매출총이익률	19.0	19.2	21.4	21.7	21.9
영업이익률	4.5	4.0	5.6	6.0	6.2
EBITDA 이익률	7.9	9.0	10.9	10.8	10.8
세전이익률	6.9	1.5	4.9	5.2	5.6
순이익률	5.0	0.9	3.2	3.7	3.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	471	2,143	2,002	1,762	2,017
당기순이익	925	191	786	956	1,084
자산상각비	641	1,110	1,286	1,250	1,256
운전자본증감	-754	607	-422	-80	-84
매출채권 감소(증가)	-35	109	-75	-146	-153
재고자산 감소(증가)	-374	-316	9	-93	-98
매입채무 증가(감소)	-57	504	-107	133	139
투자현금흐름	-1,035	-3,190	-345	-1,154	-1,253
유형자산처분(취득)	-1,648	-1,172	-729	-911	-1,002
무형자산 감소(증가)	-97	-126	-96	-88	-88
투자자산 감소(증가)	57	-900	373	-50	-50
재무현금흐름	521	1,229	-1,098	-187	-137
차입금의 증가(감소)	665	237	-695	-130	-80
자본의 증가(감소)	562	-94	-106	-57	-57
배당금의 지급	-62	-94	-106	-57	-57
총현금흐름	1,408	1,915	2,618	1,842	2,101
(-)운전자본증가(감소)	356	-609	131	121	84
(-)설비투자	1,675	1,554	968	911	1,002
(+)자산매각	-69	256	144	-88	-88
Free Cash Flow	-693	1,226	1,662	722	928
(-)기타투자	-255	994	184	64	114
잉여현금	-438	233	1,477	658	814
NOPLAT	595	506	907	1,098	1,208
(+) Dep	641	1,110	1,286	1,250	1,256
(-)운전자본투자	356	-609	131	121	84
(-)Capex	1,675	1,554	968	911	1,002
OpFCF	-796	671	1,093	1,317	1,377

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	5,522	7,943	7,470	8,210	9,169
현금성자산	688	1,756	1,940	2,410	3,087
매출채권	2,740	2,986	2,917	3,063	3,216
재고자산	1,498	2,018	1,861	1,955	2,052
비유동자산	13,975	18,338	18,142	18,019	17,986
투자자산	1,163	2,930	3,162	3,291	3,424
유형자산	9,742	10,818	10,462	10,278	10,181
무형자산	3,070	4,810	4,517	4,450	4,381
자산총계	19,497	26,281	25,612	26,228	27,156
유동부채	6,680	8,202	7,083	7,031	7,180
매입채무	1,971	3,020	2,651	2,783	2,922
유동성이자부채	3,754	3,315	2,983	2,783	2,733
비유동부채	5,508	8,597	8,363	8,379	8,411
비유동이자부채	4,196	6,920	6,783	6,853	6,823
부채총계	12,189	16,799	15,445	15,411	15,591
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,412	1,309	1,278	1,278	1,278
이익잉여금	3,694	3,786	4,407	5,058	5,805
자본조정	-405	-296	-492	-492	-492
자기주식	-100	-100	-100	-100	-100
자본총계	7,308	9,481	10,166	10,818	11,564

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	59,319	10,133	45,228	46,774	53,083
BPS	291,963	297,949	321,970	361,737	407,303
DPS	3,500	3,500	4,000	3,500	3,500
CFPS	87,562	116,913	159,806	112,418	128,276
ROA(%)	4.8	0.7	2.6	2.7	3.0
ROE(%)	21.5	3.2	13.5	12.7	12.8
ROIC(%)	4.5	3.2	5.2	6.3	6.9
Multiples(x, %)					
PER	5.6	24.9	8.4	9.3	8.2
PBR	1.1	0.8	1.2	1.2	1.1
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
PCR	3.8	2.2	2.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	8.4	6.2	5.2	5.0	4.5
배당수익률	1.1	1.4	1.0	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	166.8	177.2	151.9	142.5	134.8
Net debt/Equity	99.4	89.4	77.0	66.8	55.9
Net debt/EBITDA	492.9	422.4	295.8	256.6	218.3
유동비율	82.7	96.8	105.5	116.8	127.7
이자보상배율(배)	3.4	2.2	4.3	28.0	30.5
자산구조(%)					
투하자본	88.6	79.1	77.3	75.3	72.8
현금+투자자산	11.4	20.9	22.7	24.7	27.2
자본구조(%)					
차입금	52.1	51.9	49.0	47.1	45.2
자기자본	47.9	48.1	51.0	52.9	54.8

[Compliance Notice]

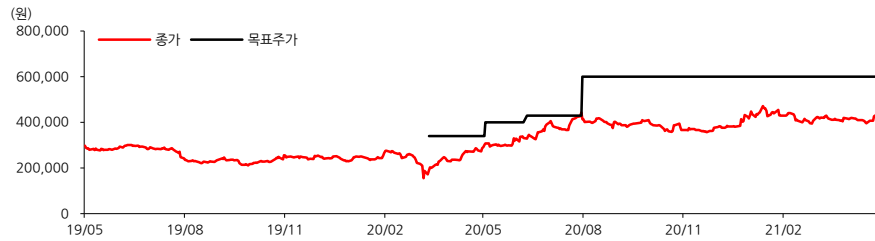
(공표일: 2021년 5월 11일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (손호주, 조은아)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[CJ제일제당 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2020.03.24	2020.03.24	2020.05.15	2020.06.02	2020.06.22
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		손호주	340,000	400,000	400,000	430,000
일 시	2020.08.12	2021.05.11				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	600,000	600,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.03.24	Buy	340,000	-27.78	-11.47
2020.05.15	Buy	400,000	-22.64	-15.50
2020.06.22	Buy	430,000	-12.60	3.14
2020.08.12	Buy	600,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%