

CJ제일제당(097950)

한숨 돌릴 틈?

1분기 실적 식품부문의 원료, 고정비 부담으로 컨센서스 크게 하회
2분기 이후 슈완스 실적 본격 반영, 가격 인상 효과 발휘돼 모멘텀 개선 예상
그러나 바이오 경쟁사 증설, 원화약세 등 외부 변수 만만치 않아

Facts : 외형 성장 불구 수익성 악화

1분기 매출액은 헬스케어사업 매각에도 불구하고 물류의 성장과 슈완스 실적 반영 효과(3월 한달 반영 매출액 2,403억원, 영업이익 116억원) 등에 힘입어 15.4%의 큰 폭으로 증가했다. 그러나 영업이익률이 전년동기 4.8%에서 3.6%로 하락하며 영업이익은 14.8% 감소했다. 원재료비 상승과 가공식품의 신공장 가동에 따른 고정비 부담 등이 원인이다. 영업외수지는 이자 비용이 늘었고 베트남법인의 통합 작업이나 슈완스 인수와 관련 잡손실 등의 일회성 요인들로 인해 좀 더 악화됐다.

Pros & cons : 핵심 제외 실적 악화

핵심 매출액이 전년동기대비 28% 증가하며 호조세를 이어간 것을 제외하고는 크게 개선된 분야는 보이지는 않는다. 가공식품의 매출액은 해외에서는 42%(슈완스 제외), 국내에서는 16%나 증가했다. 하지만 가공식품의 영업이익률은 전년동기 10%에서 6% 수준으로 하락한 것으로 보여 의미는 퇴색됐다. 지난해 말 가동된 진천공장의 감가상각비, 그리고 쌀 등 원료 가격 상승의 여파가 예상보다 컸다. 생물자원도 베트남의 구제역 및 인도네시아의 육계가격 하락으로 적자폭이 확대됐다.

Action : 내부 모멘텀 개선되나 외부 변수가 부담

2분기부터는 연간 매출액 2.3조원 수준의 슈완스의 실적이 모든 기간에 걸쳐 반영될 것이다. 원재료의 가격 상승률도 높은 기저로 축소될 전망이다. 무엇보다 가공식품부문에서 2월의 가격 인상이 본격적으로 효과를 나타낼 것이라는 점이 긍정적이다. 그러나 원/달러 환율의 상승, 메치오닌/트립토판/라이신의 시황이 변수다. 원화약세는 헤지(최대 비율 70% 추정)를 한다 하더라도 순외화부채가 8천억원(슈완스 제외) 수준인 동사에게는 부담스러운 뉴스이다. 또 바이오시장의 경쟁사 증설, 그리고 아프리카 돼지 열병으로 인한 중국 사료시장의 위축은 당장 완벽히 해결되긴 어려운 이슈다. 1분기 업황이 최악이었다 판단되나 2분기 이후의 개선 폭에 대해서도 눈높이를 낮출 필요가 있다. 다만 이러한 어려운 시황을 주가가

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 410,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/13)	2,079
주가(5/13)	298,500
시가총액(십억원)	4,494
발행주식수(백만)	15
52주 최고/최저(원)	381,500/298,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,537
유동주식비율/외국인지분율(%)	51.9/21.1
주요주주(%)	CJ 외 8 인 45.5
	국민연금 12.6

Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	6.0	17.3	11.5
PBR(x)	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	21.5	5.6	8.0
DY(%)	1.1	1.2	1.4
EV/EBITDA(x)	10.1	8.7	7.7
EPS(원)	55,416	17,243	25,935
BPS(원)	298,085	311,307	332,429

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.6)	(14.0)	(16.3)
KOSPI 대비(%p)	(1.7)	(14.4)	(0.2)

주가추이



자료: FnGuide

이경주

kjlee@truefriend.com

상당히 이미 반영했다. 하향된 실적 하에서도 2019년 예상 PER은 16.6배로 peers 평균 대비 18% 정도 낮다.

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	4,348.6	4,453.7	4,945.6	4,922.1	5,017.8	1.9	15.4	4,870.5
영업이익	210.3	184.6	265.2	172.7	179.1	3.7	(14.8)	233.2
영업이익률(%)	4.8	4.1	5.4	3.5	3.6			4.8
세전이익	112.2	1,048.1	162.4	(28.5)	65.3	NM	(41.8)	150.7
순이익	62.5	758.5	108.0	(53.8)	40.9	NM	(34.6)	87.2

주: IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주지분순이익
자료: CJ제일제당, 한국투자증권

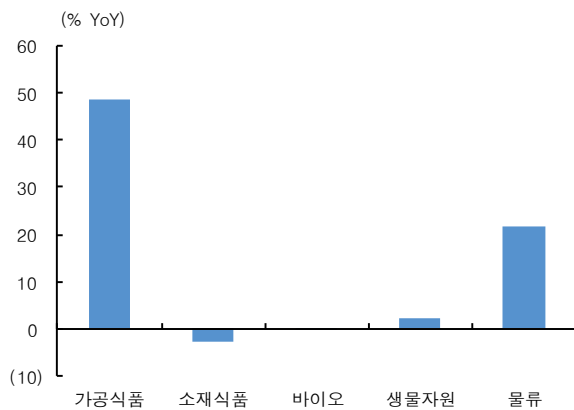
〈표 2〉 수정 PER 비교

(단위: 원, 배)

		2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
수정 EPS		13,929	9,104	16,999	11,981	17,992	26,328
수정 PER(A)		27.1	18.7	21.5	27.6	16.6	11.3
Global peers PER	Ajinomoto	21.8	23.7	18.0	35.9	19.5	17.2
	세계 식품사	29.7	25.0	24.9	22.9	20.8	18.9
	평균(B)	25.7	24.3	21.5	29.4	20.1	18.1
(A/B-1)		5.3%	(23.0%)	0.3%	(6.3%)	(17.5%)	(37.3%)
Implied PER(C)					34.2	22.8	15.6
(C/B-1)					16.2%	13.3%	(13.8%)

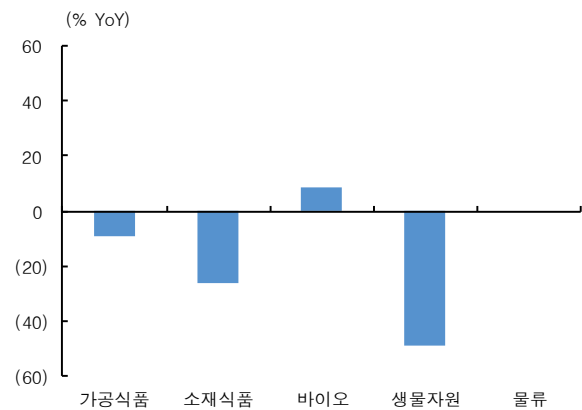
주: 수정 EPS, 수정 PER은 자산처분손익 등 일회성 제외 후 산출, 5월 13일 증가 기준
자료: CJ제일제당, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] 부문별 매출액 증가율



자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 2] 부문별 영업이익 증가율



자료: CJ제일제당, 한국투자증권

〈표 3〉 부문별 분기 실적

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P (A)	1Q19F (B)	차이 (A/B-1)
매출액	3,866.5	3,908.9	4,410.7	4,291.1	4,348.6	4,453.7	4,945.6	4,922.1	5,017.8	4,755.5	5.5
식품	1,320.3	1,176.4	1,439.5	1,154.6	1,316.2	1,229.2	1,456.4	1,270.0	1,720.5	1,407.6	22.2
바이오	454.5	472.3	571.4	669.7	592.0	614.1	735.7	773.9	589.4	615.7	(4.3)
생물자원	501.7	546.6	528.4	536.1	489.4	524.2	553.0	606.6	500.8	494.3	1.3
CJ 헬스케어	123.0	131.7	135.3	123.7	114.6	—	—	—	—	—	—
CJ 대한통운	1,594.9	1,707.8	1,873.2	1,934.4	2,001.5	2,284.6	2,418.4	2,515.2	2,432.7	2,432.7	0.0
영업이익	192.5	164.4	269.3	150.4	210.3	184.6	265.2	172.7	179.1	192.1	(6.8)
식품	99.6	68.5	166.5	28.1	116.8	68.6	139.2	32.9	100.9	97.8	3.2
바이오	29.9	24.0	30.5	52.2	48.4	44.9	54.4	46.4	52.4	48.0	9.1
생물자원	(3.4)	(6.3)	(6.4)	(8.3)	(6.5)	17.7	17.5	24.9	(9.7)	1.0	(1,081.2)
CJ 헬스케어	18.1	17.9	19.6	25.8	12.0	—	—	—	—	—	—
CJ 대한통운	51.1	61.9	62.6	60.0	45.3	57.1	52.9	87.4	45.3	45.3	0.0
(%, YoY)											
매출액	9.4	8.3	19.9	14.7	12.5	13.9	12.1	14.7	15.4	9.4	
식품	13.8	6.6	15.7	4.5	(0.3)	4.5	1.2	10.0	30.7	6.9	
바이오	6.1	3.6	25.3	45.1	30.3	30.0	28.8	15.6	(0.4)	4.0	
생물자원	2.6	4.8	10.4	2.4	(2.5)	(4.1)	4.7	13.2	2.3	1.0	
CJ 헬스케어	4.5	4.9	4.2	(12.4)	(6.8)	—	—	—	—	—	
CJ 대한통운	10.4	12.8	25.7	18.5	25.5	33.8	29.1	30.0	21.5	21.5	
영업이익	(17.3)	(21.9)	10.7	(4.1)	9.2	12.3	(1.5)	14.8	(14.8)	(8.7)	
식품	(15.7)	(18.8)	45.7	(19.9)	17.3	0.1	(16.4)	17.1	(13.6)	(16.3)	
바이오	(4.8)	(19.5)	(23.4)	27.3	61.9	87.1	78.4	(11.1)	8.3	(0.8)	
생물자원	(122.5)	(130.3)	(135.4)	(195.4)	(91.2)	381.0	373.4	400.0	(49.2)	115.2	
CJ 헬스케어	(1.6)	4.7	41.0	39.5	(33.7)	—	—	—	—	—	
CJ 대한통운	(3.9)	3.7	3.8	8.7	(11.4)	(7.8)	(15.5)	45.7	0.0	0.0	
(%)											
영업이익률	5.0	4.2	6.1	3.5	4.8	4.1	5.4	3.5	3.6	4.0	(0.5)
식품	7.5	5.8	11.6	2.4	8.9	5.6	9.6	2.6	5.9	6.9	(1.1)
바이오	6.6	5.1	5.3	7.8	8.2	7.3	7.4	6.0	8.9	7.8	1.1
생물자원	(0.7)	(1.2)	(1.2)	(1.5)	(1.3)	3.4	3.2	4.1	(1.9)	0.2	(2.1)
CJ 헬스케어	14.7	13.6	14.5	20.9	10.5	—	—	—	—	—	—
CJ 대한통운	3.2	3.6	3.3	3.1	2.3	2.5	2.2	3.5	1.9	1.9	0.0

자료: CJ제일제당, 한국투자증권

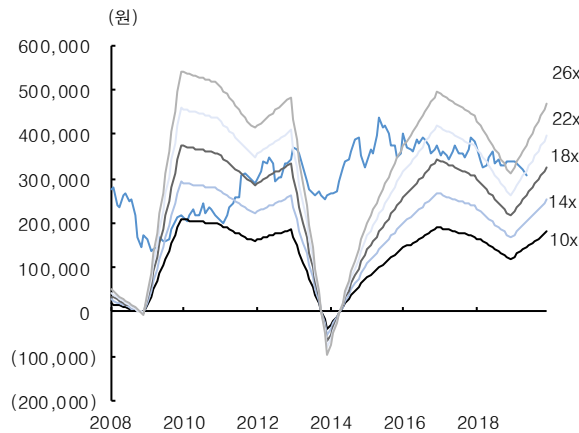
〈표 4〉 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	3,866.5	3,908.9	4,410.7	4,291.1	4,348.6	4,453.7	4,945.6	4,922.1	5,017.8	5,380.9	6,045.2	6,112.9
매출원가	3,008.3	3,095.6	3,424.3	3,394.4	3,431.3	3,620.3	3,956.1	4,118.8	4,044.2	4,358.6	4,775.7	4,771.6
매출총이익	858.3	813.3	986.4	896.7	917.3	833.5	989.5	803.4	973.5	1,022.4	1,269.5	1,341.3
판매비와 관리비	665.8	648.9	717.1	746.3	707.0	648.9	724.3	630.7	794.4	796.4	937.0	1,126.4
영업이익	192.5	164.4	269.3	150.4	210.3	184.6	265.2	172.7	179.1	226.0	332.5	214.9
세전계속사업이익	125.2	70.2	364.5	24.5	112.2	1,048.1	162.4	(28.5)	65.3	124.6	221.0	63.7
당기순이익	91.0	43.1	263.5	15.2	72.1	783.4	120.8	(50.9)	29.8	89.7	159.1	63.1
(%, YoY)												
매출액	9.4	8.3	19.9	14.7	12.5	13.9	12.1	14.7	15.4	20.8	22.2	24.2
매출원가	11.1	10.3	22.0	14.9	14.1	16.9	15.5	21.3	17.9	20.4	20.7	15.9
매출총이익	3.8	1.2	13.2	14.0	6.9	2.5	0.3	(10.4)	6.1	22.7	28.3	67.0
판매비와 관리비	12.1	9.5	14.2	18.5	6.2	(0.0)	1.0	(15.5)	12.4	22.7	29.4	78.6
영업이익	(17.3)	(21.9)	10.7	(4.2)	9.2	12.3	(1.5)	14.8	(14.8)	22.4	25.4	24.5
세전계속사업이익	(38.6)	(47.0)	120.4	(8.1)	(10.4)	1393.2	(55.4)	(216.4)	(41.7)	(88.1)	36.1	323.5
당기순이익	(39.1)	(40.0)	125.8	(2.5)	(20.7)	1715.6	(54.2)	(436.0)	(58.7)	(88.6)	31.8	223.9
(%, 매출액 대비)												
매출원가	77.8	79.2	77.6	79.1	78.9	81.3	80.0	83.7	80.6	81.0	79.0	78.1
판매비	17.2	16.6	16.3	17.4	16.3	14.6	14.6	12.8	15.8	14.8	15.5	18.4
영업이익	5.0	4.2	6.1	3.5	4.8	4.1	5.4	3.5	3.6	4.2	5.5	3.5
순이익	2.4	1.1	6.0	0.4	1.7	17.6	2.4	(1.0)	0.6	1.7	2.6	1.0

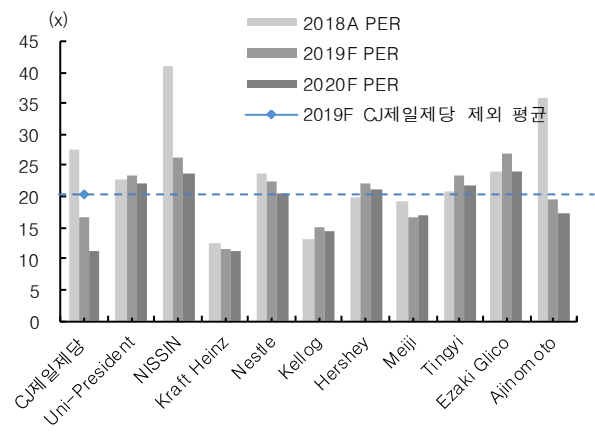
자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 3] 수정 PER 밴드



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 4] Global peer와의 비교

주: CJ제일제당은 수정 PER, 5월 10일 증가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

CJ제일제당은 식품소재 및 가공식품, 생명공학 관련 제품을 제조하는 글로벌 종합 식품 기업임. 1953년 제일제당공업주식회사로 출범한 이후, 2007년에 CJ 주식회사에서 기업 분할되어 식품과 생명공학에 집중하는 사업회사로 분사되었음. 주요 사업으로는 가정간편식, 육/수산식품, 조미소스, 건강식품, 스위트너, 디저트 사업 등으로 이루어진 식품 부문, 아미노산, 핵산, 사료생산, 축산 사업 등으로 이루어진 바이오 부문 이 있음. 2018년 기준 전세계 15개국, 74개소의 거점을 토대로 글로벌 사업을 진행하고 있으며 전체 매출 중 49%가 글로벌 매출로 구성됨.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	4,963	5,522	5,414	5,699	5,952
현금성자산	591	548	293	249	274
매출채권및기타채권	2,445	2,742	2,932	3,111	3,291
재고자산	1,304	1,498	1,579	1,668	1,646
비유동자산	11,905	13,975	15,259	15,935	16,792
투자자산	454	550	586	821	987
유형자산	8,179	9,742	10,357	10,850	11,381
무형자산	2,758	3,070	3,609	3,484	3,566
자산총계	16,868	19,497	20,672	21,634	22,744
유동부채	5,497	6,680	7,185	7,469	7,811
매입채무및기타채무	2,299	2,288	2,797	3,086	3,401
단기차입금및단기사채	1,914	2,625	2,645	2,645	2,645
유동성장기부채	915	1,118	1,108	1,108	1,108
비유동부채	5,227	5,508	5,897	6,140	6,350
사채	3,312	3,259	3,259	3,309	3,309
장기차입금및금융부채	1,006	937	957	977	997
부채총계	10,724	12,189	13,082	13,609	14,160
지배주주지분	3,375	4,783	4,999	5,345	5,802
자본금	73	82	82	82	82
자본잉여금	930	1,412	1,412	1,412	1,412
기타자본	(321)	(181)	(181)	(181)	(181)
이익잉여금	2,903	3,694	3,911	4,257	4,714
비지배주주지분	2,769	2,525	2,591	2,680	2,781
자본총계	6,144	7,308	7,591	8,025	8,583

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	1,181	471	1,784	1,485	1,830
당기순이익	413	925	342	504	627
유형자산감가상각비	467	523	587	619	649
무형자산상각비	99	117	145	140	144
자산부채변동	(24)	(754)	641	92	266
기타	226	(340)	69	130	144
투자활동현금흐름	(1,464)	(1,035)	(1,944)	(1,442)	(1,654)
유형자산투자	(1,450)	(1,675)	(1,202)	(1,112)	(1,180)
유형자산매각	27	27	0	0	0
투자자산순증	408	(7)	(66)	(265)	(196)
무형자산순증	(79)	(97)	(685)	(16)	(225)
기타	(370)	717	9	(49)	(53)
재무활동현금흐름	265	521	(95)	(87)	(150)
자본의증가	15	657	0	0	0
차입금의순증	510	665	30	70	20
배당금지급	(50)	(43)	(56)	(59)	(69)
기타	(210)	(758)	(69)	(98)	(101)
기타현금흐름	(36)	(1)	0	0	0
현금의증가	(54)	(43)	(254)	(44)	25

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

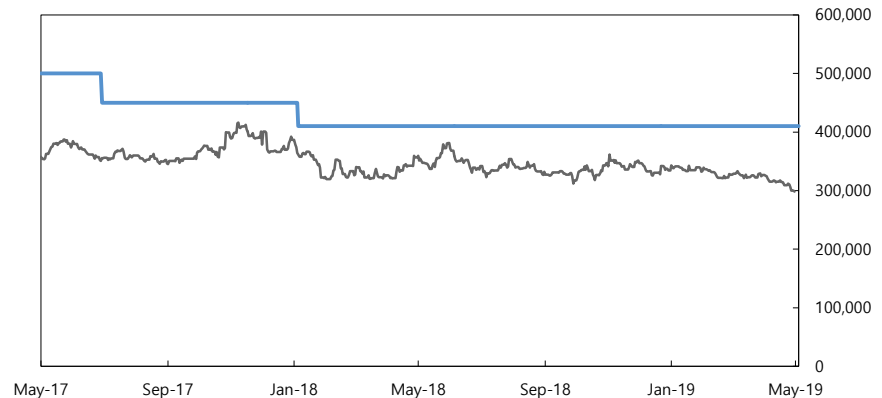
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	16,477	18,670	22,557	24,888	27,427
매출원가	12,922	15,126	17,950	19,769	21,799
매출총이익	3,555	3,544	4,607	5,119	5,628
판매관리비	2,778	2,711	3,654	3,943	4,263
영업이익	777	833	952	1,177	1,365
금융수익	536	240	45	41	41
이자수익	19	20	15	11	11
금융비용	469	493	358	339	341
이자비용	204	246	258	259	261
기타영업외손익	(254)	720	(135)	(149)	(165)
관계기업관련손익	(5)	(5)	(30)	(30)	(30)
세전계속사업이익	584	1,294	475	699	871
법인세비용	172	369	133	196	244
연결당기순이익	413	925	342	504	627
지배주주지분순이익	370	875	276	415	526
기타포괄이익	(465)	(36)	0	0	0
총포괄이익	(52)	889	342	504	627
지배주주지분포괄이익	14	827	276	415	526
EBITDA	1,343	1,473	1,685	1,936	2,158

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	26,179	55,416	17,243	25,935	32,865
BPS	239,601	298,085	311,307	332,429	360,316
DPS	3,000	3,500	3,700	4,300	4,300
성장성(%, YoY)					
매출증가율	13.1	13.3	20.8	10.3	10.2
영업이익증가율	(7.9)	7.2	14.4	23.6	16.0
순이익증가율	34.2	136.4	(68.5)	50.4	26.7
EPS증가율	34.1	111.7	(68.9)	50.4	26.7
EBITDA증가율	(2.4)	9.7	14.3	14.9	11.4
수익성(%)					
영업이익률	4.7	4.5	4.2	4.7	5.0
순이익률	2.2	4.7	1.2	1.7	1.9
EBITDA Margin	8.1	7.9	7.5	7.8	7.9
ROA	2.5	5.1	1.7	2.4	2.8
ROE	10.9	21.5	5.6	8.0	9.4
배당수익률	0.8	1.1	1.2	1.4	1.4
배당성향	11.5	6.4	21.5	16.6	13.1
안정성					
순차입금(십억원)	6,369	7,297	7,472	7,570	7,547
차입금/자본총계비율(%)	117.3	110.0	104.4	99.6	93.4
Valuation(X)					
PER	14.0	6.0	17.3	11.5	9.1
PBR	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.5	10.1	8.7	7.7	6.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ제일제당 (097950)	2016.05.24	매수	500,000원	-26.4	-18.7
	2017.05.24	1년경과		-25.6	-22.6
	2017.07.12	매수	450,000원	-17.7	-7.6
	2018.01.18	매수	410,000원	-17.3	-7.0
	2019.01.18	1년경과		-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 14일 현재 CJ제일제당 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.