

CJ제일제당(097950)

생물자원 분할, 사업 집중력 강화 의지

국내 생물자원부문 물적 분할 결정

15일 이사회를 열고 당사는 국내 생물자원부문의 물적 분할을 결정했다. 5월 31일에 열릴 주주총회에서 이 안이 통과되면 7월 1일자로 CJ제일제당이 100% 지분을 보유한 씨제이생물자원(가칭)이 출범될 예정이다. 2018년 기준 국내 생물자원의 매출액은 5,931억원으로 전체 생물자원 부문의 27% 비중이며, 영업이익률은 1~2%, 영업이익은 100억원 수준으로 추측된다. 국내 생물자원은 축산 46%, 사료 54%로 사업이 구성되어 있다. 회사가 밝힌 분할 목적은 사업 전문성 강화 등이다.

해외 포함 생물자원부문 매출액 2.2조, 영업이익률 2.5%

이번 결정이 주총을 통과하면 국내외 생물자원은 모두 별도법인으로 자회사화된다. Global Holdings(CJ제일제당 지분을 100%)라는 지주사로 묶여 있는 해외 생물자원은 국내보다 규모가 더 크다. 2018년 기준 매출액은 1조 5,801억원, 영업이익률은 2~3% 수준, 영업이익은 400억원대로 추정된다. 인도네시아, 베트남, 중국의 비중이 각각 48%, 30%, 15%이며, 각 지역에서 축산업이 사료업보다 비중이 큰 구조이다. 국내외 생물자원의 합산 매출액은 최근 5년간 연평균 7% 증가했으나 영업이익률은 2%대에 불과하다. 그동안 생물자원의 성장은 주로 해외가 주도했는데, 특히 인도네시아와 베트남의 축산 및 사료 판매 증가가 주효했다. 높은 시장 성장성 대비 경쟁 심화 및 1차 산업의 특성상 원재료와 제품가격의 등락이 심해 수익성은 낮은 구조다.

경쟁 우위 분야 투자 집중 그림

이번 분할 결정에서 사업 경쟁력 강화, 그리고 경쟁력 우위부문으로의 경영 집중의 의지가 읽힌다. 국내 생물자원은 분할 시 차입금 471억원, 부채비율 42%의 양호한 재무구조에서 출발할 예정이다. 사업 집중력 강화로 수익성이 소폭이라도 개선되면 안정적으로 사업을 꾸려갈 수 있을 것이다. 또한 조희공시를 유발했던 풍문과 같이 국내외 생물자원부문의 매각된다면, 이는 재무구조 개선에 일조할 전망이다. 이것은 경쟁력이 가장 강한 분야로 회사의 역량을 집중하고자 하는 노력일

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	16,477	777	370	26,179	34.1	1,343	14.0	10.5	1.5	10.9	0.8
2018A	18,670	833	875	55,415	111.7	1,457	6.0	9.5	1.1	21.1	1.1
2019F	20,409	951	378	23,624	(57.4)	1,616	13.8	8.9	1.0	7.4	1.1
2020F	22,467	1,113	461	28,796	21.9	1,811	11.3	8.3	0.9	8.5	1.3
2021F	24,791	1,278	548	34,223	18.8	2,012	9.5	7.7	0.9	9.3	1.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 410,000원(유지)

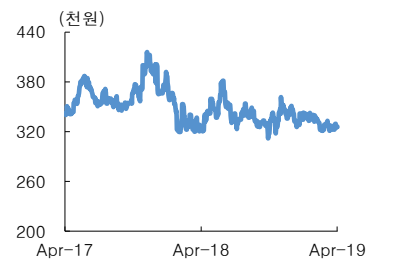
Stock Data

KOSPI(4/15)	2,243
주가(4/15)	325,500
시가총액(십억원)	4,900
발행주식수(백만)	15
52주 최고/최저가(원)	381,500/312,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,766
유동주식비율/외국인지분율(%)	51.9/21.3
주요주주(%)	CJ 외 8 인 45.5
국민연금	12.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.1)	1.1	(0.2)
KOSPI 대비(%p)	(4.1)	(3.5)	8.5

주가추이



자료: FnGuide

이경주

kjlee@truefriend.com

것이다. 다만 생물자원사업이 소재식품사업과 연관성이 있고, 동남아시아의 사료 및 축산업의 성장성이 우수하다는 점은 감안할 부분이다. 즉 매각이 진행될 경우 매각 금액 및 차입금 상환 이외의 사용처(그리고 이의 기대수익률) 등이 주가의 변수가 될 전망이다.

〈표 1〉 생물자원 사업 국내외 비중(2018년)

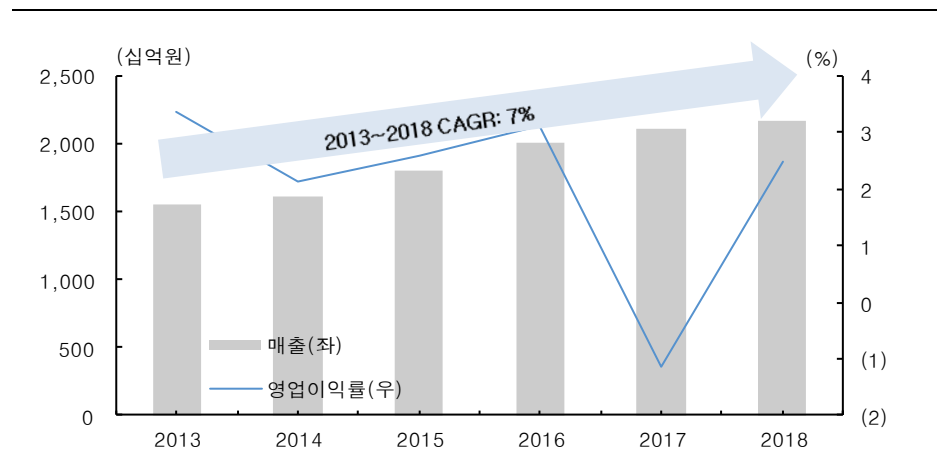
(단위: 십억원)

			비중
매출액	국내	593	27%
	해외	1,580	73%
	합계	2,173	100%
영업이익	국내	9	
	해외	45	
	합계	54	
영업이익률	국내	2%	
	해외	3%	
	합계	2%	

주: 국내외 영업이익은 한투증권 추정치임

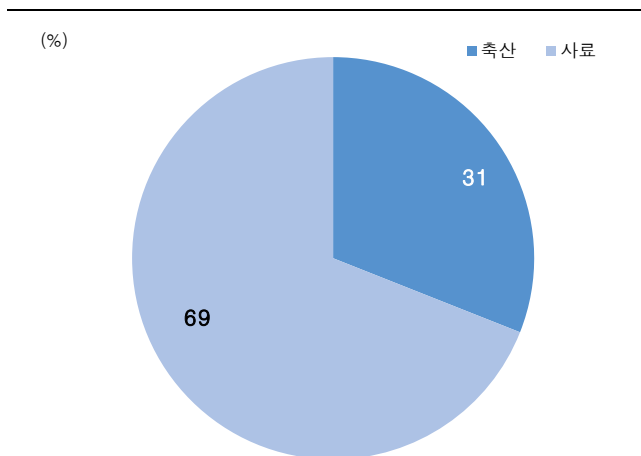
자료: 한국투자증권

[그림 1] 생물자원 매출액 및 영업이익률 추이



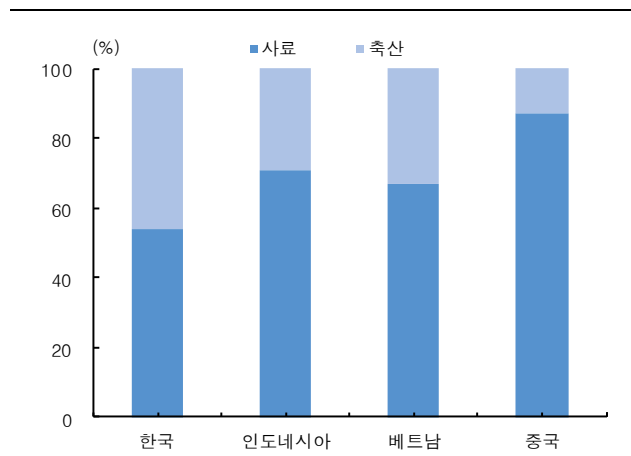
자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 2] 생물자원 사업 구성



주: 2018년 매출 기준
자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 3] 생물자원 지역별 사업 비중



주: 2018년 매출 기준
자료: CJ제일제당, 한국투자증권

〈표 2〉 Global Holdings 재무현황

(단위: 십억원)

	자산	부채	자본	당기순손익
2014	245.8	218.4	27.4	(0.7)
2015	295.2	239.7	55.5	1.1
2016	319.2	247.0	72.2	(5.8)
2017	289.6	213.5	76.2	1.4

자료: CJ제일제당, 한국투자증권

〈표 3〉 국내 생물자원 사업 분할 전후 재무상태표

(단위: 십억원)

	분할 전	분할 후	
		분할존속회사	분할신설회사
유동자산	1,455.7	12,882.7	167.4
매각예정자산	526.1	526.1	
비유동자산	7,133.3	7,188.1	212.2
자산총계	8,589.5	8,476.9	379.6
유동부채	2,221.4	2,108.8	112.6
비유동부채	1,606.8	1,606.7	0.0
부채총계	3,828.2	3,715.6	112.6
자본금	81.9	81.9	0.5
주식발행초과금	1,541.0	1,541.0	266.5
기타의 자본항목	(72.8)	(72.8)	
이익잉여금	3,211.3	3,211.3	
자본총계	4,761.3	4,761.3	267.0
자본 및 부채총계	8,589.5	8,476.9	379.6

자료: CJ제일제당, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	4,963	5,788	6,151	6,718	7,289
현금성자산	591	747	612	786	868
매출채권및기타채권	2,445	2,801	3,061	3,370	3,595
재고자산	1,304	1,475	1,612	1,775	1,959
비유동자산	11,905	12,871	13,648	14,393	15,351
투자자산	454	608	739	836	996
유형자산	8,179	8,882	9,356	9,712	10,112
무형자산	2,758	2,801	2,918	3,145	3,471
자산총계	16,868	18,659	19,799	21,111	22,639
유동부채	5,497	5,426	5,658	5,956	6,259
매입채무및기타채무	2,299	2,427	2,551	2,696	2,975
단기차입금및단기사채	1,914	1,714	1,834	1,954	2,074
유동성장기부채	915	905	895	885	875
비유동부채	5,227	5,484	6,000	6,534	7,182
사채	3,312	3,362	3,612	3,812	4,112
장기차입금및금융부채	1,006	1,092	1,262	1,482	1,702
부채총계	10,724	10,910	11,658	12,489	13,441
지배주주지분	3,375	4,930	5,248	5,640	6,115
자본금	73	82	82	82	82
자본잉여금	930	1,656	1,656	1,656	1,656
기타자본	(321)	(321)	(321)	(321)	(321)
이익잉여금	2,903	3,722	4,041	4,433	4,908
비지배주주지분	2,769	2,819	2,893	2,981	3,083
자본총계	6,144	7,749	8,141	8,621	9,198

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	1,181	1,238	961	1,107	1,332
당기순이익	413	925	451	549	649
유형자산감가상각비	467	516	551	576	599
무형자산상각비	99	108	113	122	134
자산부채변동	(24)	(377)	(241)	(243)	(169)
기타	226	66	87	103	119
투자활동현금흐름	(1,464)	(1,637)	(1,493)	(1,306)	(1,706)
유형자산투자	(1,450)	(1,245)	(1,052)	(960)	(1,025)
유형자산매각	27	27	27	27	27
투자자산순증	408	(158)	(136)	(102)	(165)
무형자산순증	(79)	(151)	(231)	(349)	(460)
기타	(370)	(110)	(101)	78	(83)
재무활동현금흐름	265	555	397	373	456
자본의증가	15	736	0	0	0
차입금의순증	510	(74)	530	530	630
배당금지급	(50)	(43)	(56)	(59)	(69)
기타	(210)	(64)	(77)	(98)	(105)
기타현금흐름	(36)	0	0	0	0
현금의증가	(54)	156	(135)	174	81

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

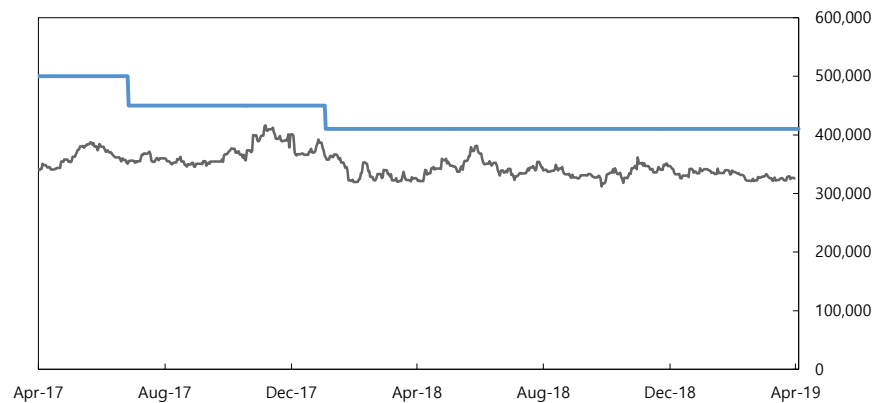
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	16,477	18,670	20,409	22,467	24,791
매출원가	12,922	15,126	16,193	17,822	19,700
매출총이익	3,555	3,544	4,216	4,645	5,091
판매관리비	2,778	2,711	3,264	3,533	3,813
영업이익	777	833	951	1,113	1,278
금융수익	536	249	151	150	152
이자수익	19	19	21	20	22
금융비용	469	474	377	394	412
이자비용	204	215	237	254	272
기타영업외손익	(254)	691	(102)	(112)	(124)
관계기업관련손익	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
세전계속사업이익	584	1,294	618	752	889
법인세비용	172	369	167	203	240
연결당기순이익	413	925	451	549	649
지배주주지분순이익	370	875	378	461	548
기타포괄이익	(465)	0	0	0	0
총포괄이익	(52)	925	451	549	649
지배주주지분포괄이익	14	875	378	461	548
EBITDA	1,343	1,457	1,616	1,811	2,012

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	26,179	55,415	23,624	28,796	34,223
BPS	239,601	307,050	326,502	350,418	379,436
DPS	3,000	3,500	3,700	4,300	4,500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	13.1	13.3	9.3	10.1	10.3
영업이익증가율	(7.9)	7.2	14.2	17.0	14.9
순이익증가율	34.2	136.4	(56.8)	21.9	18.8
EPS증가율	34.1	111.7	(57.4)	21.9	18.8
EBITDA증가율	(2.4)	8.5	10.9	12.1	11.1
수익성(%)					
영업이익률	4.7	4.5	4.7	5.0	5.2
순이익률	2.2	4.7	1.9	2.1	2.2
EBITDA Margin	8.1	7.8	7.9	8.1	8.1
ROA	2.5	5.2	2.3	2.7	3.0
ROE	10.9	21.1	7.4	8.5	9.3
배당수익률	0.8	1.1	1.1	1.3	1.4
배당성향	11.5	6.4	15.7	15.0	13.2
안정성					
순차입금(십억원)	6,369	5,954	6,543	7,009	7,514
차입금/자본총계비율(%)	117.3	90.3	92.2	93.0	93.8
Valuation(X)					
PER	14.0	6.0	13.8	11.3	9.5
PBR	1.5	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	10.5	9.5	8.9	8.3	7.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ제일제당 (097950)	2016.04.20	매수	500,000원	-25.8	-18.7
	2017.04.20	1년경과		-27.1	-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 4월 16일 현재 CJ제일제당 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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.