

## CJ제일제당(097950)

## 안개는 천천히 걷힐 듯

2분기 실적 쉬완스 인수 불구 가공식품 비용 증가로 부진  
바이오 선방 불구 가공식품 마진 하락 부담스러워  
구조조정 효과 나오나 확실한 턴어라운드는 2020년에

## Facts : M&amp;A 불구 영업이익 감소

2분기 매출액은 M&A 효과 등으로 전년동기대비 23.8% 증가하며 예상을 상회했다. 그러나 영업이익과 순이익은 전년동기대비 5.0%, 97.9% 감소해 컨센서스를 크게 하회했다. CJ대한통운의 실적은 개선되었으나 가공식품의 영업이익이 쉬완스 인수에도 불구하고 감소한 것이 결정타였다. 대한통운을 제외한 매출액과 영업이익은 각각 +34.8%, -19.7%의 증감률을 기록했다. 영업외수지는 차입금 증가에 따른 부담으로 이자비용이 늘어 악화됐다. 이외 지난해의 헬스케어 매각으로 종속 기업 투자주식 처분이익은 9,914억원 줄었다.

## Pros &amp; cons : 견조한 바이오, 부담스러운 가공식품

바이오의 매출액과 영업이익은 각각 20.9%, 32.1% 증가했다. 셀렉타 영업이익이 90억원가량 증가한 것이 주효했지만, 라이신의 가격 하락 및 판매 부진을 핵산과 고부가 아미노산의 성장으로 메웠다는 사실은 긍정적이다. 핵산 매출액은 이번 분기에도 가격이 올라 전년동기대비 약 10% 증가한 것으로 보인다. 반면 가공식품은 쉬완스 인수 효과(매출액 6,080억원, 영업이익 211억원)와 국내외 판매 호조로 매출액은 7,674억원이나 늘었지만, 영업이익은 전년동기대비 100억원 이상 감소한 300억원대 중반을 기록한 것으로 보인다. 진천공장 가동에 따른 고정비 부담 외에 HMR 등에서의 공격적인 마케팅으로 인한 프로모션비, 인건비 등이 증가한 모습이다. 또 생물자원도 여전히 아프리카 돼지 열병 영향이 있어 영업이익이 전년동기 200억원 넘게 감소했다.

## Action : 확실한 턴어라운드는 2020년

상반기 영업이익은 전년동기대비 10.3% 감소했지만, 하반기엔 가공식품 구조조정 효과로 전년동기대비 20.6% 증가할 전망이다. 6월부터 저수익 SKU가 축소될 뿐 아니라 전사 차원에서 비용 절감이 강하게 추진되고 있다. 또한 진천공장의 2번째 가동도 하반기가 아닌 내년으로 연기될 것을 보여, 올해 가공식품의 고정비 증가는 예상보다 줄어들 전망이다. 하지만 기대를 모았던 쉬완스 실적이 제일제당과의

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 350,000원(하향)

## Stock Data

KOSPI(8/8)	1,921
주가(8/8)	272,000
시가총액(십억원)	4,095
발행주식수(백만)	15
52주 최고/최저(원)	361,500/266,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,956
유동주식비율/외국인지분율(%)	51.9/21.7
주요주주(%)	CJ 외 8 인 45.5
	국민연금공단 12.9

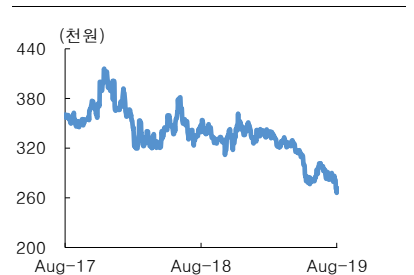
## Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	6.0	18.0	12.3
PBR(x)	1.1	0.9	0.8
ROE(%)	21.5	5.0	6.9
DY(%)	1.1	1.4	1.6
EV/EBITDA(x)	10.1	8.8	7.8
EPS(원)	55,416	15,115	22,053
BPS(원)	298,085	309,229	326,561

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.9)	(20.0)	(19.9)
KOSPI 대비(%p)	1.1	(8.2)	(3.3)

## 주가추이



자료: FnGuide

이경주

kjlee@truefriend.com

시너지가 내년부터 발휘되고, 인수 관련된 상각비 부담으로 예상보다 저조할 것으로 예상된다. 가공식품(쉬완스 포함)의 실적 악화를 반영해 목표주가를 기존 410,000원에서 350,000원으로 하향한다. 목표주가는 세계 가공식품사의 평균 PER에 과거와 마찬가지로 15%의 할인율을 적용해 산출했다.

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	4,453.8	4,945.6	4,922.2	5,017.8	5,515.3	9.9	23.8	5,465.2
영업이익	184.6	265.2	172.7	179.1	175.3	(2.1)	(5.0)	197.2
영업이익률(%)	4.1	5.4	3.5	3.6	3.2	(0.4)	(1.0)	3.6
세전이익	1,048.1	162.4	(28.5)	76.5	44.3	(42.0)	(95.8)	116.4
순이익	758.5	108.0	(53.8)	40.9	16.2	(60.4)	(97.9)	76.1

자료: CJ제일제당, 한국투자증권

〈표 2〉 수정 PER 비교

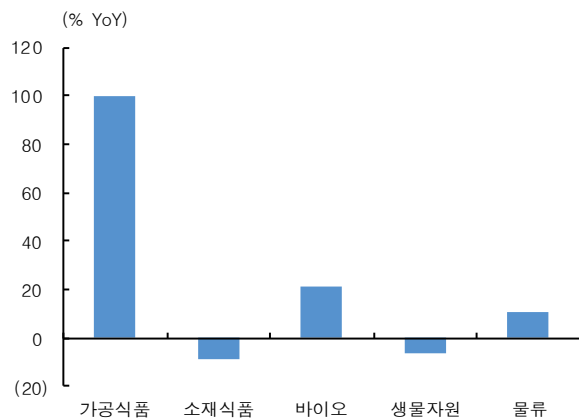
(단위: 원, 배)

		2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
수정 EPS		13,929	19,104	16,999	11,981	15,850	22,446
수정 PER(A)		27.1	18.7	21.5	27.6	17.2	12.1
Global peers PER	Ajinomoto	21.8	23.7	19.0	35.9	20.3	17.9
	세계 식품사	29.5	24.3	25.1	23.8	21.0	19.2
	평균(B)	25.7	24.0	22.0	29.9	20.7	18.5
	(A/B-1)	5.6%	(21.9%)	(2.3%)	(7.7%)	(16.9%)	(34.6%)
할인율						15.0%	15.0%
목표 PER						17.6	15.8
목표 주가						278,245	353,674

주: 수정 EPS, 수정 PER은 자산처분손익 등 일회성 제외 후 산출, 8월 8일 종가 기준

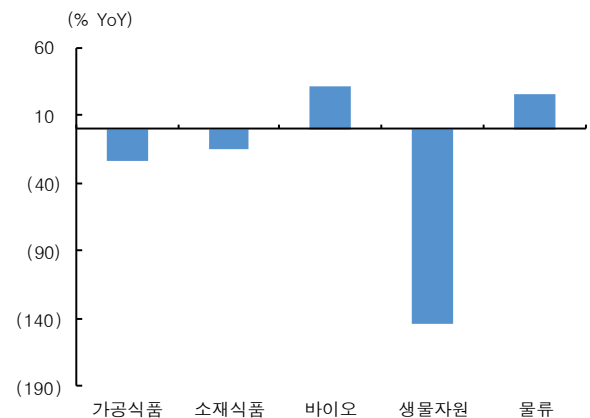
자료: CJ제일제당, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] 부문별 매출액 증가율



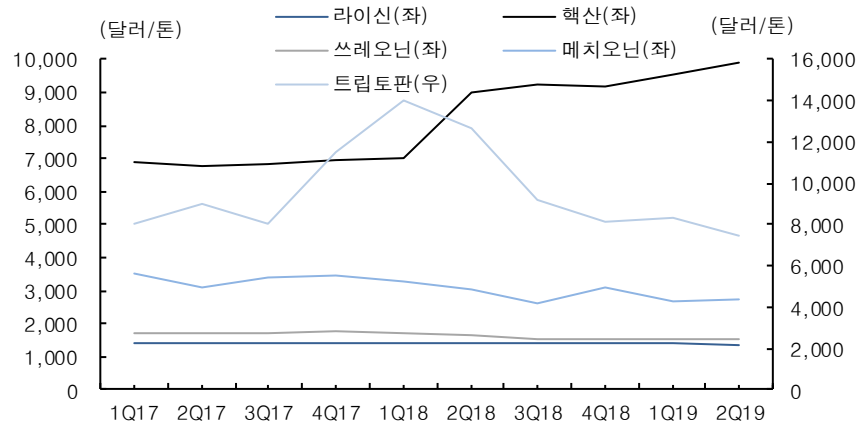
자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 2] 부문별 영업이익 증가율



자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 3] 주요 바이오 제품 가격 추이



주: 액산은 CJ제일제당 판가, 메치오닌은 중국 스맛 판가, 라이신, 트립토판, 쓰레오닌은 아지노모토 제공,  
자료: CJ제일제당, Ajinomoto, Wind, 한국투자증권

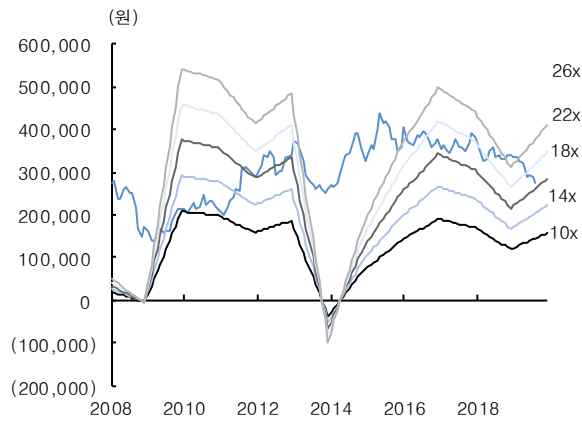
〈표 3〉 부문별 분기 실적

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P
<b>매출액</b>	<b>3,866.5</b>	<b>3,908.9</b>	<b>4,410.7</b>	<b>4,291.1</b>	<b>4,348.6</b>	<b>4,453.7</b>	<b>4,945.6</b>	<b>4,922.1</b>	<b>5,017.8</b>	<b>5,515.3</b>
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	1,954.9
바이오	454.5	472.3	571.4	669.7	592.0	614.1	735.7	773.9	589.4	742.2
생물자원	501.7	546.6	528.4	536.1	489.4	524.2	553.0	606.6	500.8	489.3
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	2,534.8
<b>영업이익</b>	<b>192.5</b>	<b>164.4</b>	<b>269.3</b>	<b>150.4</b>	<b>210.3</b>	<b>184.6</b>	<b>265.2</b>	<b>172.7</b>	<b>179.1</b>	<b>175.3</b>
식품	99.6	68.5	166.5	28.1	116.8	68.6	139.2	32.9	100.9	54.0
바이오	29.9	24.0	30.5	52.2	48.4	44.9	54.4	46.4	52.4	59.3
생물자원	(3.4)	(6.3)	(6.4)	(8.3)	(6.5)	17.7	17.5	24.9	(9.7)	(7.9)
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	71.8
(%, YoY)										
<b>매출액</b>	<b>9.4</b>	<b>8.3</b>	<b>19.9</b>	<b>14.7</b>	<b>12.5</b>	<b>13.9</b>	<b>12.1</b>	<b>14.7</b>	<b>15.4</b>	<b>23.8</b>
식품	13.8	6.6	15.7	4.5	(0.3)	4.5	1.2	10.0	30.7	59.0
바이오	6.1	3.6	25.3	45.1	30.3	30.0	28.8	15.6	(0.4)	20.9
생물자원	2.6	4.8	10.4	2.4	(2.5)	(4.1)	4.7	13.2	2.3	(6.7)
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	11.0
<b>영업이익</b>	<b>(17.3)</b>	<b>(21.9)</b>	<b>10.7</b>	<b>(4.1)</b>	<b>9.2</b>	<b>12.3</b>	<b>(1.5)</b>	<b>14.8</b>	<b>(14.8)</b>	<b>(5.0)</b>
식품	(15.7)	(18.8)	45.7	(19.9)	17.3	0.1	(16.4)	17.1	(13.6)	(21.3)
바이오	(4.8)	(19.5)	(23.4)	27.3	61.9	87.1	78.4	(11.1)	8.3	32.1
생물자원	(122.5)	(130.3)	(135.4)	(195.4)	(91.2)	381.0	373.4	400.0	(49.2)	(144.6)
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	25.7
(%)										
<b>영업이익률</b>	<b>5.0</b>	<b>4.2</b>	<b>6.1</b>	<b>3.5</b>	<b>4.8</b>	<b>4.1</b>	<b>5.4</b>	<b>3.5</b>	<b>3.6</b>	<b>3.2</b>
식품	7.5	5.8	11.6	2.4	8.9	5.6	9.6	2.6	5.9	2.8
바이오	6.6	5.1	5.3	7.8	8.2	7.3	7.4	6.0	8.9	8.0
생물자원	(0.7)	(1.2)	(1.2)	(1.5)	(1.3)	3.4	3.2	4.1	(1.9)	(1.6)
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	2.8

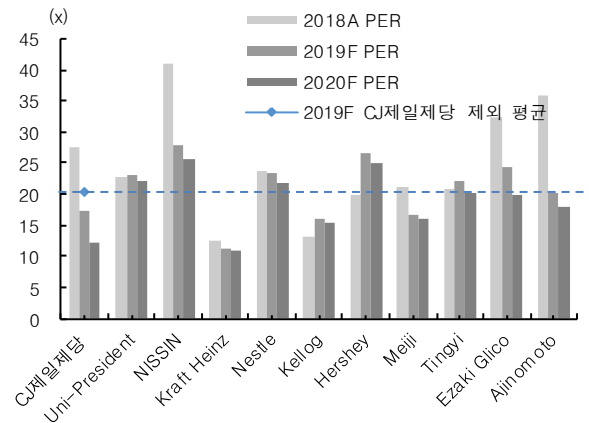
자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 4] 수정 PER 밴드



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 5] Global peer와의 비교



주: CJ제일제당은 수정 PER, 8월 8일 종가 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	5,381	5,652	5,761
현금성자산	591	548	291	223	191
매출채권및기타채권	2,445	2,742	2,915	3,099	3,276
재고자산	1,304	1,498	1,569	1,661	1,638
비유동자산	11,905	13,975	15,229	15,914	16,767
투자자산	454	550	583	818	983
유형자산	8,179	9,742	10,357	10,850	11,381
무형자산	2,758	3,070	3,587	3,470	3,549
자산총계	16,868	19,497	20,610	21,566	22,528
유동부채	5,497	6,680	7,167	7,504	7,786
매입채무및기타채무	2,299	2,288	2,780	3,074	3,385
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	5,887	6,133	6,340
사채	3,312	3,259	3,259	3,309	3,309
장기차입금및금융부채	1,006	937	957	977	997
부채총계	10,724	12,189	13,053	13,637	14,126
지배주주지분	3,375	4,783	4,965	5,249	5,621
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	3,877	4,161	4,532
비지배주주지분	2,769	2,525	2,591	2,680	2,781
자본총계	6,144	7,308	7,557	7,929	8,402

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	1,181	471	1,733	1,448	1,749
당기순이익	413	925	308	441	542
유형자산감가상각비	467	523	587	619	649
무형자산상각비	99	117	145	140	143
자산부채변동	(24)	(754)	646	139	290
기타	226	(340)	47	109	125
투자활동현금흐름	(1,464)	(1,035)	(1,894)	(1,429)	(1,630)
유형자산투자	(1,450)	(1,675)	(1,202)	(1,112)	(1,180)
유형자산매각	27	27	0	0	0
투자자산순증	408	(7)	(43)	(244)	(176)
무형자산순증	(79)	(97)	(662)	(23)	(222)
기타	(370)	717	13	(50)	(52)
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)	(256)	(68)	(32)

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

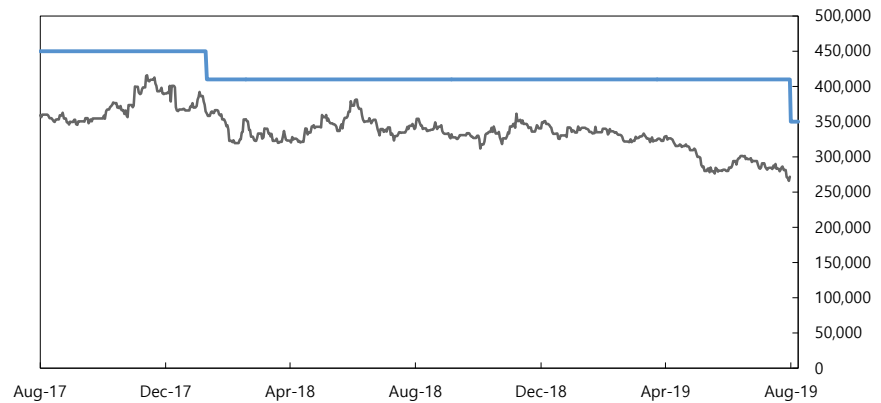
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	16,477	18,670	22,420	24,789	27,302
매출원가	12,922	15,126	17,870	19,698	21,761
매출총이익	3,555	3,544	4,550	5,091	5,542
판매관리비	2,778	2,711	3,668	4,007	4,310
영업이익	777	833	882	1,084	1,231
금융수익	536	240	45	41	40
이자수익	19	20	15	11	10
금융비용	469	493	356	342	344
이자비용	204	246	266	267	269
기타영업외손익	(254)	720	(135)	(161)	(164)
관계기업관련손익	(5)	(5)	(10)	(9)	(11)
세전계속사업이익	584	1,294	427	613	753
법인세비용	172	369	120	172	211
연결당기순이익	413	925	308	441	542
지배주주지분순이익	370	875	242	353	440
기타포괄이익	(465)	(36)	0	0	0
총포괄이익	(52)	889	308	441	542
지배주주지분포괄이익	14	827	242	353	440
EBITDA	1,343	1,473	1,614	1,843	2,023

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	26,179	55,416	15,115	22,053	27,521
BPS	239,601	298,085	309,229	326,561	349,230
DPS	3,000	3,500	3,700	4,300	4,300
성장성(% , YoY)					
매출증가율	13.1	13.3	20.1	10.6	10.1
영업이익증가율	(7.9)	7.2	6.0	22.9	13.6
순이익증가율	34.2	136.4	(72.4)	45.9	24.8
EPS증가율	34.1	111.7	(72.7)	45.9	24.8
EBITDA증가율	(2.4)	9.7	9.5	14.2	9.8
수익성(%)					
영업이익률	4.7	4.5	3.9	4.4	4.5
순이익률	2.2	4.7	1.1	1.4	1.6
EBITDA Margin	8.1	7.9	7.2	7.4	7.4
ROA	2.5	5.1	1.5	2.1	2.5
ROE	10.9	21.5	5.0	6.9	8.1
배당수익률	0.8	1.1	1.4	1.6	1.6
배당성향	11.5	6.4	24.5	19.5	15.7
안정성					
순차입금(십억원)	6,369	7,297	7,475	7,596	7,631
차입금/자본총계비율(%)	117.3	110.0	104.9	100.8	95.4
Valuation(X)					
PER	14.0	6.0	18.0	12.3	9.9
PBR	1.5	1.1	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.5	10.1	8.8	7.8	7.2

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ제일제당 (097950)	2017.07.12	매수	450,000원	-17.7	-7.6
	2018.01.18	매수	410,000원	-17.3	-7.0
	2019.01.18	1년경과		-24.8	-16.5
	2019.08.09	매수	350,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 8월 9일 현재 CJ제일제당 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 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. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	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.