

CJ제일제당(097950)

고성장의 그늘

영업이익 15% 증가 불구 각종 일회성 비용으로 순이익 적자 전환
가공식품, 바이오 등 외형 성장을 우수하나, 비용도 같이 늘어
주가 상승 위해서는 예측 가능한 EPS 증가가 필요

Facts : 높은 외형 성장 무색한 적자

4분기 매출액과 영업이익은 헬스케어 매각에도 불구하고 전년동기대비 각각 14.7%, 14.8% 증가해 컨센서스에는 다소 못 미쳤지만, 우리 예상에는 부합했다. 그러나 세전이익과 순이익은 각각 285억원, 538억원으로 적자 전환했다. 가공식품과 생물자원의 빠른 외형 성장은 긍정적이거나 바이오의 인건비 증가 외에 영업외 수지에서 기부금 증가(사내근로복지기금 300억원 등)와 중국 생물자원 사업 철수 관련 손상차손(코히드 295억원)이 발생한 점은 실망스러웠다.

Pros & cons : 고성장과 비용 부담

가공식품의 매출액이 HMR류 증가 및 해외 성장으로 14.7% 증가했다. 생물자원도 해외 사료 판가가 곡물가격 상승을 반영해 오르고, 해외 축산물의 가격이 정상화되며 매출액이 13.2% 증가했다. 바이오도 기저 효과가 없음에도 불구하고 핵산 등 주력 품목의 매출액이 증가하며 외형이 15.6% 성장했다. 하지만 비용이 많이 소요되었다. 식품의 영업이익은 일회성 비용이 컸던 전년동기 251억원에서 299억원 증가하는데 그쳤고, 바이오도 인센티브 증가로 영업이익률은 7.8%에서 6.0%로 하락했다. 영업외수지의 사내근로복지기금 출연액은 2019년 예상 소요액의 선집행 성격이 크지만, 무형자산 손상차손 등 복잡한 사업 구조 상 매년 일회성 비용이 반복적으로 발생하고 있다는 점은 부담이다.

Action : EPS 증가해야 주가 레벨업

2019년 식품부문은 진천공장 가동에 따른 고정비 부담을 가격 인상으로 상쇄해 나갈 것으로 예상된다. 바이오도 전반적으로 가격은 상승하기 어려우나 핵산과 트립토판 등 주력부문의 증설 등에 힘입은 판매량 증가로 꾸준히 실적이 개선될 전망이다. 다만 M&A와 관련된 비용의 증가, 또는 시장 지배력의 급격한 상승이 요구될 경우 비용 집행의 효율성을 고민해볼 필요가 있다. 영업이익 증가와 연동해 안정적 EPS 증가가 가능할 때 주가가 의미 있게 레벨업될 것으로 예상된다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 410,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/14)	2,226
주가(2/14)	339,500
시가총액(십억원)	5,111
발행주식수(백만)	15
52주 최고/최저(원)	381,500/312,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,188
유동주식비율/외국인지분율(%)	51.9/20.4
주요주주(%)	CJ 외 8 인 45.5
	국민연금 12.5

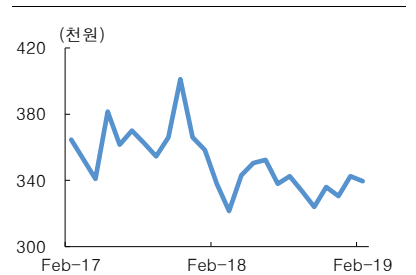
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	14.0	6.1	14.4
PBR(x)	1.5	1.1	1.0
ROE(%)	10.9	21.1	7.4
DY(%)	0.8	1.0	1.1
EV/EBITDA(x)	10.5	9.6	9.0
EPS(원)	26,179	55,567	23,624
BPS(원)	239,601	307,050	326,502

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.0)	(1.5)	6.3
KOSPI 대비(%p)	(8.8)	0.0	14.4

주가추이



자료: FnGuide

이경주

kjlee@truefriend.com

김지윤

jyoon.kim@truefriend.com

〈표 1〉 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	4,291.1	4,348.6	4,453.8	4,945.6	4,922.1	(0.5)	14.7	4,708.1
영업이익	150.4	210.3	184.6	265.2	172.7	(34.9)	14.8	182.1
영업이익률(%)	3.5	4.8	4.1	5.4	3.5			3.9
세전이익	24.5	112.2	1,048.1	162.4	(28.5)	NM	NM	92.0
순이익	10.6	62.5	758.5	108.0	(53.8)	NM	NM	50.0

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 수정 PER 비교

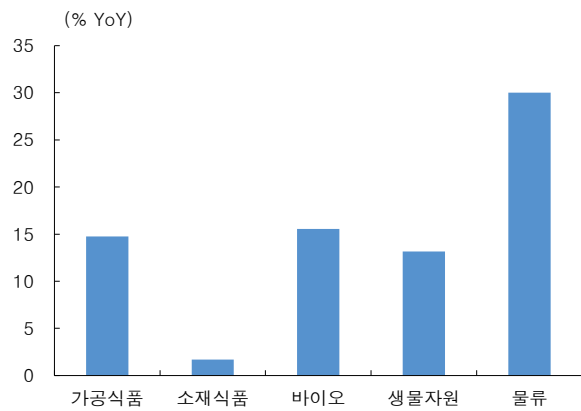
(단위: 원, 배)

	2015	2016	2017	2018F	2019F
수정 EPS	13,929	19,104	16,999	15,173	23,963
수정 PER(A)	27.1	18.7	21.5	22.4	14.2
Ajinomoto	21.8	23.7	18.0	24.1	15.6
Global peers PER	29.7	25.0	23.2	20.0	19.2
평균(B)	25.7	24.3	20.6	22.1	17.4
(A/B-1)	5.3%	(23.1%)	4.5%	1.5%	(18.7%)
Implied PER(C)				27.0	17.1
(C/B-1)				22.5%	(1.8%)

주: 수정 EPS, 수정 PER은 자산처분손익 등 일회성 제외 후 산출. 2월 14일 종가 기준

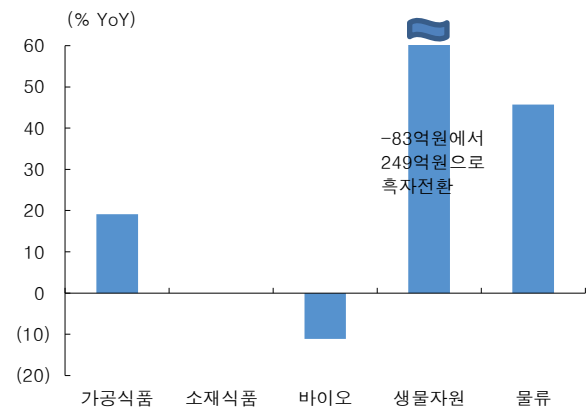
자료: 한국투자증권

[그림 1] 부문별 매출액 증가율



자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 2] 부문별 영업이익 증가율



자료: CJ제일제당, 한국투자증권

〈표 3〉 부문별 분기 실적 전망

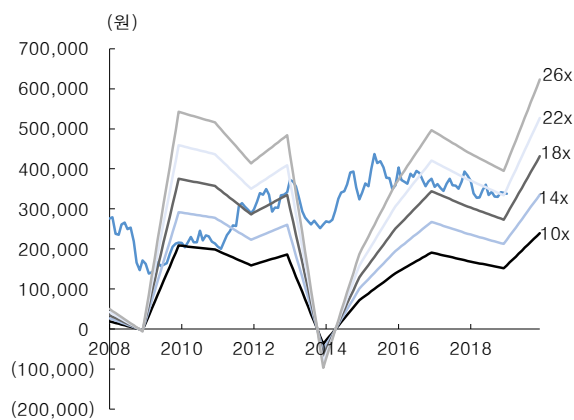
(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	4Q18F	차이	2016	2017	2018P	2019F
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	4,847.8	1.5	14,563.3	16,477.2	18,670.1	20,408.8
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	1,256.3	1.1	4,612.5	5,090.8	5,271.8	5,742.6
바이오	454.5	472.3	571.4	669.7	592.0	614.1	735.7	773.9	692.9	11.7	1,801.6	2,167.9	2,715.7	2,818.9
생물자원	501.7	546.6	528.4	536.1	489.4	524.2	553.0	606.6	581.7	4.3	2,012.9	2,112.8	2,173.2	2,248.1
CJ 헬스케어	123.0	131.7	135.3	123.7	114.6	—	—	—	—	—	514.3	513.7	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	2,484.7	1.2	6,082.0	7,110.3	9,219.7	10,388.3
영업이익	192.5	164.4	269.3	150.4	210.3	184.6	265.2	172.7	176.1	(1.9)	843.6	776.6	832.8	951.3
식품	99.6	68.5	166.5	28.1	116.8	68.6	139.2	32.9	50.6	(35.0)	351.9	362.7	357.5	367.6
바이오	29.9	24.0	30.5	52.2	48.4	44.9	54.4	46.4	53.0	(12.4)	142.0	136.6	194.1	219.4
생물자원	(3.4)	(6.3)	(6.4)	(8.3)	(6.5)	17.7	17.5	24.9	3.5	606.5	62.7	(24.4)	53.6	51.7
CJ 헬스케어	18.1	17.9	19.6	25.8	12.0	—	—	—	—	—	67.9	81.4	12.0	—
CJ 대한통운	51.1	61.9	62.6	60.0	45.3	57.1	52.9	87.4	74.7	17.0	228.4	235.6	242.7	316.8
(% YoY)														
매출액	9.4	8.3	19.9	14.7	12.5	13.9	12.1	14.7			12.7	13.1	13.3	9.3
식품	13.8	6.6	15.7	4.5	(0.3)	4.5	1.2	10.0			11.1	10.4	3.6	8.9
바이오	6.1	3.6	25.3	45.1	30.3	30.0	28.8	15.6			3.6	20.3	25.3	3.8
생물자원	2.6	4.8	10.4	2.4	(2.5)	(4.1)	4.7	13.2			11.5	5.0	2.9	3.4
CJ 헬스케어	4.5	4.9	4.2	(12.4)	(6.8)	—	—	—			12.6	(0.1)	(77.7)	—
CJ 대한통운	10.4	12.8	25.7	18.5	25.5	33.8	29.1	30.0			20.3	16.9	29.7	12.7
영업이익	(17.3)	(21.9)	10.7	(4.1)	9.2	12.3	(1.5)	14.8			12.3	(7.9)	7.2	14.2
식품	(15.7)	(18.8)	45.7	(19.9)	17.3	0.1	(16.4)	17.1			1.0	3.1	(1.4)	2.8
바이오	(4.8)	(19.5)	(23.4)	27.3	61.9	87.1	78.4	(11.1)			2.3	(3.8)	42.1	13.0
생물자원	(122.5)	(130.3)	(135.4)	(195.4)	(91.2)	381.0	373.4	400.0			33.7	(138.9)	319.7	(3.5)
CJ 헬스케어	(1.6)	4.7	41.0	39.5	(33.7)	—	—	—			29.8	19.9	(85.3)	—
CJ 대한통운	(3.9)	3.7	3.8	8.7	(11.4)	(7.8)	(15.5)	45.7			22.5	3.2	3.0	30.5
(%)														
영업이익률	5.0	4.2	6.1	3.5	4.8	4.1	5.4	3.5	3.6	(0.1)	5.8	4.7	4.5	4.7
식품	7.5	5.8	11.6	2.4	8.9	5.6	9.6	2.6	4.0	(1.4)	7.6	7.1	6.8	6.4
바이오	6.6	5.1	5.3	7.8	8.2	7.3	7.4	6.0	7.6	(1.7)	7.9	6.3	7.1	7.8
생물자원	(0.7)	(1.2)	(1.2)	(1.5)	(1.3)	3.4	3.2	4.1	0.6	3.5	3.1	(1.2)	2.5	2.3
CJ 헬스케어	14.7	13.6	14.5	20.9	10.5	—	—	—	—	—	13.2	15.8	10.5	—
CJ 대한통운	3.2	3.6	3.3	3.1	2.3	2.5	2.2	3.5	3.0	0.5	3.8	3.3	2.6	3.0

주: 4Q18F는 한투 추정치

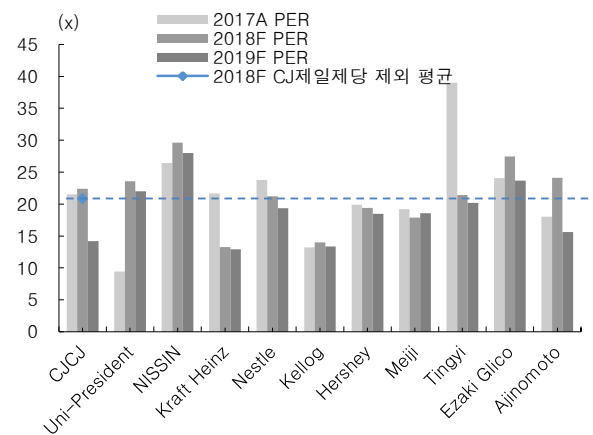
자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 3] 수정 PER 밴드



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 4] Global peer와의 비교

주: 2월 14일 종가 기준, CJ제일제당은 수정 PER
자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

CJ제일제당은 식품소재 및 가공식품, 생명공학 관련 제품을 제조하는 종합 식품 기업임. 1953년 제일제당공업주식회사로 출범한 이후, 2007년에 CJ 주식회사에서 기업 분할되어 식품과 생명공학에 집중하는 사업회사로 분사되었음. 주요 사업으로는 설탕, 밀가루, 조미료, 가공식품 등을 생산·판매하는 식품사업, 동물사료, 의약품, 아미노산 등을 생산·판매하는 생명공학사업, 국내/국제물류 및 택배, 건설사업 등을 영위하는 물류사업이 있음. 2015년 기준 식품, 생명공학, 물류 사업부문의 매출액 비율은 각각 32%, 31%, 37%임(부분간 내부 매출액 제외, 연결 기준)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	4,881	4,963	5,788	6,151	6,718
현금성자산	644	591	747	612	786
매출채권및기타채권	2,201	2,445	2,801	3,061	3,370
재고자산	1,280	1,304	1,475	1,612	1,775
비유동자산	10,886	11,905	12,871	13,648	14,393
투자자산	817	454	608	739	836
유형자산	7,281	8,179	8,882	9,356	9,712
무형자산	2,334	2,758	2,801	2,918	3,145
자산총계	15,766	16,868	18,659	19,799	21,111
유동부채	4,699	5,497	5,426	5,658	5,956
매입채무및기타채무	1,939	2,299	2,427	2,551	2,696
단기차입금및단기사채	1,801	1,914	1,714	1,834	1,954
유동성장기부채	773	915	905	895	885
비유동부채	5,007	5,227	5,484	6,000	6,534
사채	2,899	3,312	3,362	3,612	3,812
장기차입금및금융부채	1,195	1,006	1,092	1,262	1,482
부채총계	9,706	10,724	10,910	11,658	12,489
지배주주지분	3,409	3,375	4,930	5,248	5,640
자본금	72	73	82	82	82
자본잉여금	924	930	1,656	1,656	1,656
기타자본	(302)	(321)	(321)	(321)	(321)
이익잉여금	2,567	2,903	3,722	4,041	4,433
비지배주주지분	2,651	2,769	2,819	2,893	2,981
자본총계	6,060	6,144	7,749	8,141	8,621

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	800	1,181	1,238	961	1,107
당기순이익	354	413	925	451	549
유형자산감가상각비	437	467	516	551	576
무형자산상각비	95	99	108	113	122
자산부채변동	(359)	(24)	(377)	(241)	(243)
기타	273	226	66	87	103
투자활동현금흐름	(1,409)	(1,464)	(1,637)	(1,493)	(1,306)
유형자산투자	(845)	(1,450)	(1,245)	(1,052)	(960)
유형자산매각	39	27	27	27	27
투자자산순증	(62)	408	(158)	(136)	(102)
무형자산순증	(61)	(79)	(151)	(231)	(349)
기타	(480)	(370)	(110)	(101)	78
재무활동현금흐름	726	265	555	397	373
자본의증가	192	15	736	0	0
차입금의순증	802	510	(74)	530	530
배당금지급	(54)	(50)	(43)	(56)	(59)
기타	(214)	(210)	(64)	(77)	(98)
기타현금흐름	(3)	(36)	0	0	0
현금의증가	115	(54)	156	(135)	174

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

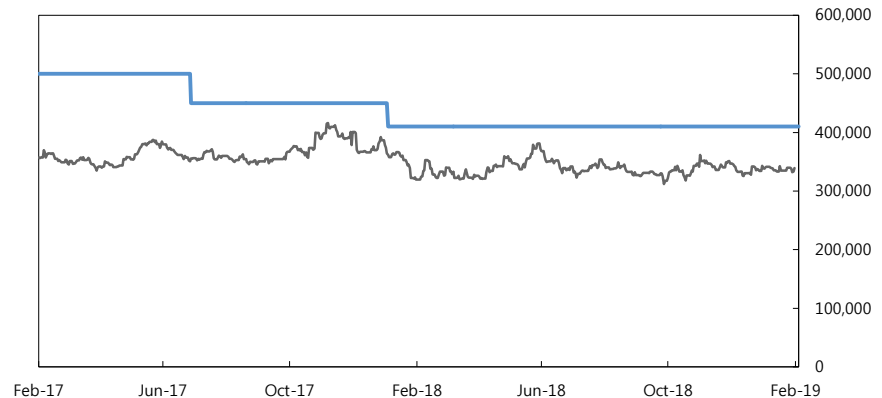
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	14,563	16,477	18,670	20,409	22,467
매출원가	11,275	12,922	15,127	16,193	17,822
매출총이익	3,288	3,555	3,544	4,216	4,645
판매관리비	2,444	2,778	2,711	3,264	3,533
영업이익	844	777	833	951	1,113
금융수익	213	536	249	151	150
이자수익	18	19	19	21	20
금융비용	425	469	474	377	394
이자비용	179	204	215	237	254
기타영업외손익	(104)	(254)	691	(102)	(112)
관계기업관련손익	1	(5)	(5)	(5)	(5)
세전계속사업이익	528	584	1,294	618	752
법인세비용	175	172	369	167	203
연결당기순이익	354	413	925	451	549
지배주주지분순이익	276	370	875	378	461
기타포괄이익	30	(465)	0	0	0
총포괄이익	384	(52)	925	451	549
지배주주지분포괄이익	307	14	875	378	461
EBITDA	1,375	1,343	1,457	1,616	1,811

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	19,522	26,179	55,567	23,624	28,796
BPS	242,224	239,601	307,050	326,502	350,418
DPS	2,500	3,000	3,500	3,700	4,300
성장성(%, YoY)					
매출증가율	12.7	13.1	13.3	9.3	10.1
영업이익증가율	12.3	(7.9)	7.2	14.2	17.0
순이익증가율	45.8	34.2	136.4	(56.8)	21.9
EPS증가율	45.7	34.1	112.3	(57.5)	21.9
EBITDA증가율	11.3	(2.4)	8.5	10.9	12.1
수익성(%)					
영업이익률	5.8	4.7	4.5	4.7	5.0
순이익률	1.9	2.2	4.7	1.9	2.1
EBITDA Margin	9.4	8.1	7.8	7.9	8.1
ROA	2.4	2.5	5.2	2.3	2.7
ROE	8.4	10.9	21.1	7.4	8.5
배당수익률	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3
배당성향	12.8	11.5	6.4	15.7	15.0
안정성					
순차입금(십억원)	5,652	6,369	5,954	6,543	7,009
차입금/자본총계비율(%)	110.6	117.3	90.3	92.2	93.0
Valuation(X)					
PER	18.3	14.0	6.1	14.4	11.8
PBR	1.5	1.5	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	9.6	10.5	9.6	9.0	8.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ제일제당 (097950)	2016.03.11	매수	500,000원	-25.5	-18.7
	2017.03.11	1년경과		-28.2	-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 2월 15일 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 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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
- 중립 : 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.