

CJ제일제당(097950)

매수(유지)

목표주가: 450,000원(하향)

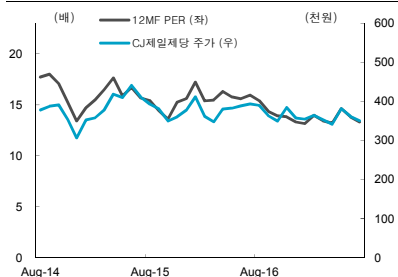
Stock Data

KOSPI(7/11)	2,396
주가(7/11)	350,500
시가총액(십억원)	4,615
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	406,500/335,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	14,397
유동주식비율/외국인지분율(%)	59.1/26.6
주요주주(%)	CJ외6인 37.8
국민연금	13.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.8)	(0.3)	(10.2)
상대주가(%p)	(8.4)	(15.7)	(30.7)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

2Q17 Preview: 녹록지 않은 외부 환경

목표주가 450,000원으로 하향, 매수 의견 유지

2분기 실적이 소재식품과 해외 사료의 부진 심화로 컨센서스를 하회할 것으로 전망됨에 따라 2017년 이후 지배주주순이익을 약 7% 가량 하향하며 목표주가를 기존 500,000원에서 450,000원으로 하향한다. 그러나 여전히 현재 주가대비 상승 여력이 28.4%에 달하며, 상반기 대비 하반기 영업환경은 더 나아질 것으로 판단해 매수 의견을 유지한다. 3분기부터 저가 원당이 본격적으로 투입되며, 중국향 축산 판매 증가와 인도네시아 사료업 개선으로 실적은 점진적으로 개선될 것이다. 최근 국제 소맥 시세가 반등했지만, 설탕과는 달리 대체재가 마땅치 않은 밀가루의 가격은 이를 상쇄할만큼 오를 수 있다. M&A 가능성이 높아지면서 불확실성은 다소 증대됐지만 삼성생명 주식 매각 등 비수익자산을 재원으로 활용하고, 2017년과 2018년의 예상 PER이 과거와는 달리 30% 이상 낮다는 점에서 주가의 하방은 강할 것으로 예상된다. 중장기적인 시각으로 주식 매집이 유효하다.

2분기 영업이익의 컨센서스 11% 하회 전망

2분기 연결 매출액은 전년동기대비 7.8% 증가해 컨센서스에 부합하겠지만, 영업이익은 12.0% 감소해 컨센서스를 11.3% 하회할 전망이다. 소재식품은 고가 원당 투입에도 불구하고 제품가격이 충분히 오르지 못해 영업이익률이 1% 미만으로 하락할 것으로 보인다. 생물자원은 베트남 축산과 인도네시아 사료가 물량이 증가하고 있지만 공급 과잉으로 가격 상승이 기대에 못 미쳐 손익분기점 수준으로 마진이 하락할 듯하다. 가공식품은 매출액이 14% 늘어 여전히 높은 성장세를 시현할 것으로 보이나 마진율은 전년동기보다 약간 낮은 8.4%를 기록할 것이다. 바이오는 메치오닌의 가격 하락과 투입 재료비 상승 부담에도 불구하고 트립토판과 발린의 호조세에 힘입어 영업이익은 370억원 정도로 선방할 전망이다. 3분기에는 소재식품과 바이오의 원가 부담이 완화되고 가공식품의 비중이 높아지면서 영업이익이 전년동기대비 15.9% 증가세로 반전할 것이다.

삼성생명 주식 매각은 긍정적

전일 일부 언론에 따르면 CJ제일제당은 보유중인 삼성생명주식 2,985,850주의 전량 매각을 추진 중이다. 매각 가격은 11일 종가 123,500원에서 2~4% 할인한 가격으로 제시된 것으로 알려졌다. 현재는 이의 사실 여부나 성공 여부를 파악하기 어려우나, 만약 삼성생명 주식이 과도하게 할인되지 않은 가격에 매각된다면 이는 긍정적 이벤트다. 삼성생명을 보유함으로써 연간 벌어들이는 수익은 배당금 정도(지난해 36억원)로 매우 작기 때문이다. 하지만 진정한 평가는 이 매각대금이 어디에 사용될 것이냐에 따라 달라질 전망이다. 만약 신규 M&A의 재원으로 활용된다면, 시장 투자자는 기존 사업과의 시너지 정도, 그리고

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	12,924	751	189	13,401	105.2	1,235	28.2	10.0	1.7	6.2	0.7
2016A	14,563	844	276	19,522	45.7	1,375	18.3	9.6	1.5	8.4	0.7
2017F	15,989	903	316	22,416	14.8	1,496	15.6	9.1	1.3	8.9	0.7
2018F	17,811	1,082	394	27,962	24.7	1,721	12.5	8.1	1.2	10.1	0.8
2019F	19,417	1,260	505	35,787	28.0	1,931	9.8	7.3	1.1	11.6	0.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경주 3276-6269
kjlee@truefriend.com정유진 3276-6228
yujinjung@truefriend.com

투자 회수 기간을 앞당기는 적절한 valuation에 주목할 것으로 예상된다.

<표 1> 2분기 연결 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2Q17F	2Q16	YoY	1Q17	QoQ	Consensus	차이
매출액	3,892.0	3,609.6	7.8	3,866.5	0.7	3,905.9	(0.4)
매출원가	3,048.4	2,806.2	8.6	3,008.3	1.3		
매출총이익	843.7	803.4	5.0	858.3	(1.7)		
판관비	658.4	592.8	11.1	665.8	(1.1)		
영업이익	185.3	210.6	(12.0)	192.5	(3.7)	208.9	(11.3)
세전이익	109.2	132.5	(17.6)	125.2	(12.8)	132.0	(17.2)
당기순이익	77.5	71.9	7.8	91.0	(14.8)		
지배주주순이익	61.3	42.3	44.8	82.0	(25.3)	70.2	(12.7)
매출원가율	78.3	77.7		77.8			
판관비율	16.9	16.4		17.2			
영업이익률	4.8	5.8		5.0		5.3	
세전이익률	2.8	3.7		3.2			
지배주주순이익률	1.6	1.2		2.1		1.8	

자료: Fn-guide, 한국투자증권

<표 2> 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)

	2017F			2018F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	16,068	15,989	(0.5)	17,493	17,811	1.8
영업이익	942	903	(4.1)	1,120	1,082	(3.3)
지배주주순이익	341	316	(7.1)	426	394	(7.4)

자료: 한국투자증권

<표 3> PER Valuation

(단위: 원, 배)

	2014	2015	2016	2017F	2018F	평균
EPS	6,530	13,401	19,522	22,416	27,962	
PER	46.9	28.2	18.3	15.6	12.5	
Global peers PER	Ajinomoto	33.5	21.8	23.7	22.7	20.1
	세계 식품사	23.1	21.5	23.3	22.7	20.5
	평균	28.3	21.6	23.5	22.7	20.3
할인율				15.0%	15.0%	
목표 PER				19.3	17.2	
목표주가				432,254	482,207	457,230

자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 4> 바이오 주요 제품의 가격 추이

(단위: 달러/톤, %)

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F
라이신	CJ 제일제당	1,385	1,325	1,259	1,215	1,200	1,215	1,260	1,255	1,253	-	-	-
	중국 Spot	1,366	1,372	1,274	1,218	1,311	1,252	1,384	1,619	1,387	1,266	-	-
	Ajinomoto	1,450	1,400	1,300	1,150	1,150	1,300	1,400	1,417	1,400	1,350	1,350	1,350
핵산	CJ 제일제당	8,100	7,600	7,300	6,800	7,000	7,100	7,200	6,900	6,900	-	-	-
트립토판	Ajinomoto	20,000	14,000	10,000	8,500	7,500	8,000	8,500	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
	CJ 제일제당	15,900	12,600	9,700	7,800	7,100	6,700	7,500	7,400	8,200	-	-	-
쓰레오닌	Ajinomoto	3,650	2,600	2,300	2,250	2,050	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750
메치오닌	중국 Spot	7,456	9,143	5,588	5,161	4,744	4,507	4,191	3,807	3,502	3,094	-	-
	CJ 제일제당	4,900	5,200	4,900	4,600	4,000	3,500	3,400	3,000	2,600	-	-	-
(QoQ)													
라이신	CJ 제일제당	(9.5)	(4.3)	(5.0)	(3.5)	(1.2)	1.3	3.7	(0.4)	(0.2)			
	중국 Spot	(11.4)	0.5	(7.2)	(4.4)	7.7	(4.5)	10.6	17.0	(14.3)	(8.7)		
	Ajinomoto	(0.0)	(3.4)	(7.1)	(11.5)	0.0	13.0	7.7	1.2	(1.2)	(3.6)	0.0	0.0
핵산	CJ 제일제당	(2.4)	(6.2)	(3.9)	(6.8)	2.9	1.4	1.4	(4.2)	0.0			
트립토판	Ajinomoto	17.6	(30.0)	(28.6)	(15.0)	(11.8)	6.7	13.3	(5.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
	CJ 제일제당	0.0	(20.8)	(23.0)	(19.6)	(9.0)	(5.6)	11.9	(1.3)	10.8			
쓰레오닌	Ajinomoto	15.9	(28.8)	(11.5)	(2.2)	(8.9)	(14.6)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
메치오닌	중국 Spot	(43.2)	22.6	(38.9)	(7.6)	(8.1)	(5.0)	(7.0)	(9.2)	(8.0)	(11.6)		
	CJ 제일제당	(5.8)	6.1	(5.8)	(6.1)	(13.0)	(12.5)	(2.9)	(11.8)	(13.3)			
(YoY)													
라이신	CJ 제일제당	6.9	7.7	(6.1)	(20.6)	(13.4)	(8.3)	0.1	3.3	4.4			
	중국 Spot	4.8	6.6	(14.8)	(21.0)	(4.0)	(8.8)	8.7	32.9	5.8	1.2		
	Ajinomoto	(9.4)	7.7	(7.1)	(20.7)	(20.7)	(7.1)	7.7	23.2	21.7	3.8	(3.6)	(4.7)
핵산	CJ 제일제당	2.5	1.3	(6.4)	(18.1)	(13.6)	(6.6)	(1.4)	1.5	(1.4)			
트립토판	Ajinomoto	33.3	(6.7)	(37.5)	(50.0)	(62.5)	(42.9)	(15.0)	(5.9)	6.7	6.7	(5.9)	0.0
	CJ 제일제당	0.0	0.0	0.0	0.0	(55.3)	(46.8)	(22.7)	(5.1)	15.5			
쓰레오닌	Ajinomoto	78.0	30.0	4.5	(28.6)	(43.8)	(32.7)	(23.9)	(22.2)	(14.6)	0.0	0.0	0.0
메치오닌	중국 Spot	45.3	69.5	(27.6)	(60.7)	(36.4)	(50.7)	(25.0)	(26.3)	(26.2)	(31.3)		
	CJ 제일제당	40.0	48.6	(5.8)	(11.5)	(18.4)	(32.7)	(30.6)	(34.8)	(35.0)			

주: Ajinomoto의 추정가격은 2개 분기 평균치임

자료: 각 사, Wind, 한국투자증권

<표 5> 삼성생명 자본 매각대금 추정

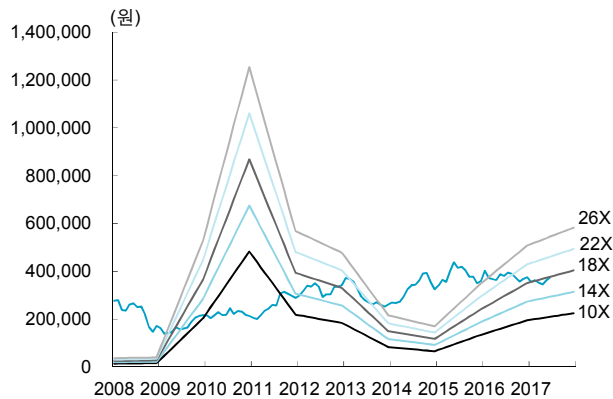
(단위: 주, 백만원, 원, %)

보유 주식수 (주)	장부가액 (백만원)	주당장부가액 (원)	취득원가 (원)	11일 종가 (원)	11일 종가대비 할인율(%)	매각단가 (원)	매각대금 (백만원)	세후매각대금 (백만원)
2,985,850	323,965	108,500	41,611	123,500	2%	121,030	361,377	303,991
					4%	118,560	354,002	294,831

주: 보유주식수 장부가액은 1Q17말 기준

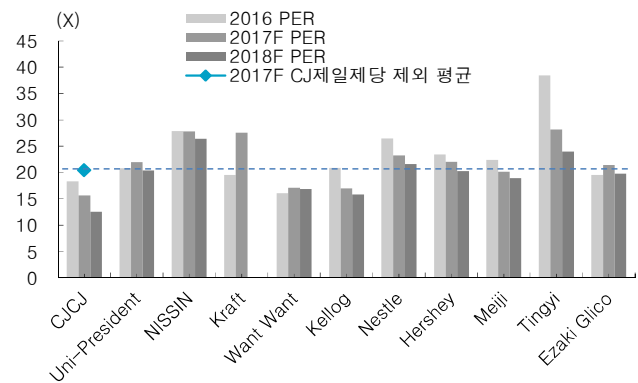
자료: 한국투자증권

[그림 1] PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 2] 글로벌 Peer와의 PER 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

CJ제일제당은 식품소재 및 가공식품, 생명공학 관련 제품을 제조하는 종합 식품 기업이다. 1953년 제일제당공업주식회사로 출범한 이후, 2007년에 CJ 주식회사에서 기업 분할되어 식품과 생명공학에 집중하는 사업회사로 분사되었다. 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 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	4,019	4,881	4,941	5,094	5,359
현금성자산	530	644	448	356	330
매출채권및기타채권	1,771	2,201	2,398	2,636	2,816
재고자산	1,098	1,280	1,359	1,300	1,379
비유동자산	9,733	10,886	11,805	12,607	13,286
투자자산	740	817	841	936	1,021
유형자산	6,690	7,281	7,955	8,319	8,610
무형자산	1,737	2,334	2,510	2,796	3,049
자산총계	13,751	15,766	16,746	17,701	18,645
유동부채	4,336	4,699	4,996	5,353	5,593
매입채무및기타채무	1,584	1,939	2,129	2,371	2,585
단기차입금및단기사채	1,441	1,801	1,901	2,001	1,991
유동성장기부채	1,148	773	773	773	773
비유동부채	4,030	5,007	5,296	5,410	5,511
사채	2,242	2,899	3,099	3,099	3,099
장기차입금및금융부채	925	1,195	1,195	1,195	1,195
부채총계	8,366	9,706	10,292	10,763	11,104
지배주주지분	3,143	3,409	3,713	4,092	4,579
자본금	72	72	72	72	72
자본잉여금	923	924	924	924	924
기타자본	(295)	(302)	(302)	(302)	(302)
이익잉여금	2,334	2,567	2,846	3,201	3,663
비지배주주지분	2,242	2,651	2,742	2,846	2,962
자본총계	5,385	6,060	6,454	6,938	7,541

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	1,155	800	1,006	1,382	1,437
당기순이익	254	354	400	493	616
유형자산감가상각비	394	437	476	509	529
무형자산상각비	89	95	117	130	142
자산부채변동	77	(359)	(89)	131	22
기타	341	273	102	119	128
투자활동현금흐름	(693)	(1,409)	(1,395)	(1,448)	(1,313)
유형자산투자	(673)	(845)	(1,150)	(872)	(821)
유형자산매각	29	39	0	0	0
투자자산순증	78	(62)	1	(71)	(59)
무형자산순증	(64)	(61)	(293)	(416)	(394)
기타	(63)	(480)	47	(89)	(39)
재무활동현금흐름	(364)	726	192	(25)	(150)
자본의증가	38	192	0	0	0
차입금의순증	(439)	802	313	113	3
배당금지급	(42)	(54)	(35)	(37)	(40)
기타	79	(214)	(86)	(101)	(113)
기타현금흐름	(3)	(3)	0	0	0
현금의증가	94	115	(197)	(91)	(26)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

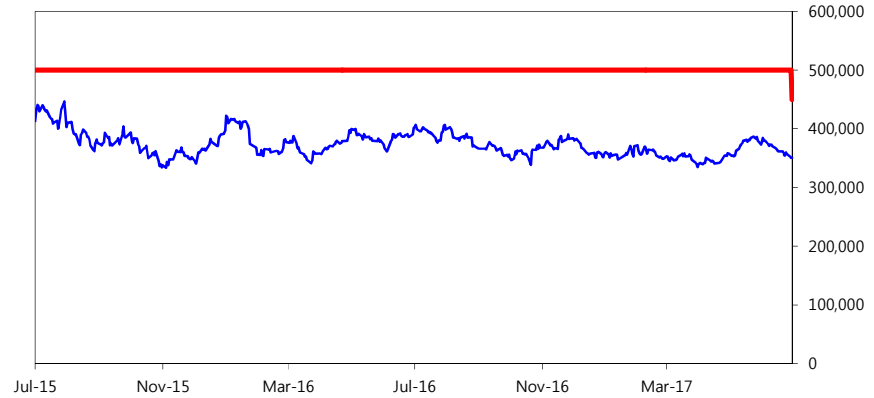
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	12,924	14,563	15,989	17,811	19,417
매출원가	10,038	11,275	12,420	13,785	14,918
매출총이익	2,886	3,288	3,570	4,026	4,499
판매관리비	2,135	2,444	2,666	2,943	3,239
영업이익	751	844	903	1,082	1,260
금융수익	211	213	84	66	65
이자수익	15	18	18	15	14
금융비용	474	425	262	268	270
이자비용	180	179	197	203	205
기타영업외손익	(145)	(104)	(163)	(187)	(214)
관계기업관련손익	21	1	1	1	1
세전계속사업이익	365	528	564	694	843
법인세비용	111	175	163	201	228
연결당기순이익	254	354	400	493	616
지배주주지분순이익	189	276	316	394	505
기타포괄이익	(12)	30	30	30	30
총포괄이익	242	384	430	523	646
지배주주지분포괄이익	174	307	340	419	530
EBITDA	1,235	1,375	1,496	1,721	1,931

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	13,401	19,522	22,416	27,962	35,787
BPS	223,904	242,224	263,097	289,245	322,852
DPS	2,500	2,500	2,600	2,800	3,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	10.4	12.7	9.8	11.4	9.0
영업이익증가율	29.6	12.3	7.1	19.8	16.4
순이익증가율	105.8	45.8	14.6	24.7	28.0
EPS증가율	105.2	45.7	14.8	24.7	28.0
EBITDA증가율	20.2	11.3	8.8	15.0	12.2
수익성(%)					
영업이익률	5.8	5.8	5.7	6.1	6.5
순이익률	1.5	1.9	2.0	2.2	2.6
EBITDA Margin	9.6	9.4	9.4	9.7	9.9
ROA	1.9	2.4	2.5	2.9	3.4
ROE	6.2	8.4	8.9	10.1	11.6
배당수익률	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
배당성향	18.7	12.8	11.6	10.1	8.4
안정성					
순차입금(십억원)	5,002	5,652	6,161	6,316	6,339
차입금/자본총계비율(%)	107.3	110.6	107.4	101.3	93.1
Valuation(X)					
PER	28.2	18.3	15.6	12.5	9.8
PBR	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.0	9.6	9.1	8.1	7.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
CJ제일제당(097950)	2015.07.13	매수	500,000 원
	2017.07.12	매수	450,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 7월 12일 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.
- 당사는 CJ제일제당 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※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 높이 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.