

# CJ제일제당(097950)

## 4Q17 Preview: 눈 높이를 낮춰야

### 4분기 실적 컨센서스 하회 예상

4분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 14.4%, 8.5% 증가에 그쳐 영업이익 기준으로 컨센서스를 19.2% 하회할 전망이다. 낮은 실적 기저에도 불구하고 바이오의 일부 프로젝트 중단에 따른 무형자산 상각과 전반적인 인건비 증가 등이 실적 개선의 걸림돌이 될 것으로 예상된다. 가공식품의 매출액 성장률은 14.3%로 높게 유지되었지만 추석 일자 차이로 인한 반포비 증가가 마진을 개선에 부담이 될 것이다. 소재식품은 Selecta를 인수했으나 수익성이 아직은 크게 올라오지 못한 것으로 보인다.

### 2018년은 성장과 투자가 병행될 것

소재식품과 해외 사료(생물자원)의 실적 개선이 아직 더디고, CJ대한통운의 실적 전망이 다소 낮아진 점을 감안해 2018년 이후 영업이익 전망치를 4~7% 수준으로 하향한다. 하지만 2018년 영업이익이 전년대비 증가(+25.2% YoY)할 것임은 분명하다. 일시적 요인의 제거 이외에도 HMR의 성장, 일부 식품가격의 인상, 원화환산 곡물가격의 하락 등이 실적을 개선시킬 것이다. 외형/이익 성장과 더불어 HMR 라인 확대를 위한 CAPEX 확대, 그리고 해외 가공식품 M&A 추진 등 투자 활동도 여전히 강할 것으로 전망된다. 투자 규모가 FCF를 크게 악화시키지 않은 수준으로 진행된다면, 주가는 가공식품시장의 성장과 회사의 경쟁력 강화에 초점을 맞추어 우상향할 것으로 예상된다.

### 목표주가 410,000원으로 하향

목표주가를 기존 450,000원에서 410,000원으로 하향한다. 산정 방식은 기존과 동일하게 해외 동종업체들의 평균 PER을 15% 할인 적용했으나, 영업이익 전망치 하향과 유상증자로 인한 EPS dilution(보통주 주식수 14.2% 증가와 CJ대한통운 지분 20.2% 증가 고려)영향을 반영했다. 주가는 이미 하락해 4분기 실적보다는 2018년 실적 개선 전략이나 주주이익환원 정책에 초점을 맞추며 반등 기회를 모색할 것으로 예상된다.

	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	16,465	796	417	29,575	51.5	1,394	12.2	9.8	1.4	12.0	0.7
2018F	18,549	997	363	23,169	(21.7)	1,643	15.6	8.5	1.3	8.9	0.8
2019F	20,211	1,198	460	28,784	24.2	1,875	12.6	7.5	1.2	9.5	0.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 410,000(하향)

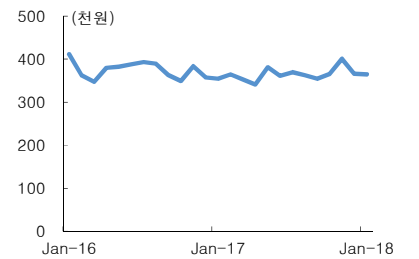
### Stock Data

KOSPI(1/18)	2,516
주가(1/18)	361,500
시가총액(십억원)	4,763
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저(원)	416,000/335,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,032
유동주식비율/외국인지분율(%)	59.1/27.6
주요주주(%)	CJ 외 6 인 37.8
국민연금	12.6

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.3)	2.6	1.0
상대주가(%p)	(10.7)	(1.1)	(20.5)

### 주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

〈표 1〉 4분기 연결 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	4Q17F	4Q16	YoY	3Q17	QoQ	Consensus	차이
매출액	4,279.3	3,740.6	14.4	4,410.7	(3.0)	4,222.4	1.3
매출원가	3,299.8	2,953.9	11.7	3,424.3	(3.6)		
매출총이익	979.5	786.7	24.5	986.4	(0.7)		
판관비	809.3	629.8	28.5	717.1	12.9		
영업이익	170.2	156.9	8.5	269.3	(36.8)	210.7	(19.2)
세전이익	89.6	26.6	236.5	364.5	(75.4)	134.5	(33.4)
순이익	76.4	15.5	392.1	263.5	(71.0)		
지배주주순이익	57.7	(0.1)	68,412.0	256.4	(77.5)	58.4	(1.3)
매출원가율	77.1	79.0		77.6			
판관비율	18.9	16.8		16.3			
영업이익률	4.0	4.2		6.1		5.0	
세전이익률	2.1	0.7		8.3			
지배주주순이익률	1.3	(0.0)		5.8		1.4	

자료: Dataguide, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 변경 내역

(단위: 십억원, 원, %)

	2017F			2018F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	16,141.1	16,465.4	2.0	18,314.2	18,548.7	1.3
영업이익	835.0	796.4	(4.6)	1,045.3	997.2	(4.6)
지배주주순이익	412.9	417.2	(8.1)	372.2	362.8	(2.5)
EPS	29,269	28,728	(3.4)	26,381	23,161	(12.2)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 수정 PER 비교

(단위: 원, 배)

		2014	2015	2016	2017F	2018F
수정 EPS		7,189	13,929	19,104	19,371	23,432
수정 PER		42.6	27.1	18.7	18.7	15.4
Global peers PER	Ajinomoto	33.5	21.8	23.7	20.2	18.2
	세계 식품사	23.7	21.1	22.8	24.6	22.8
	평균	28.6	21.4	23.2	22.4	20.5
할인율					15.0%	15.0%
목표 PER					19.0	17.5
목표주가					368,641	408,942

주: 수정 EPS, 수정 PER은 자산처분손익 등 일회성 제외 후 산출

자료: 한국투자증권

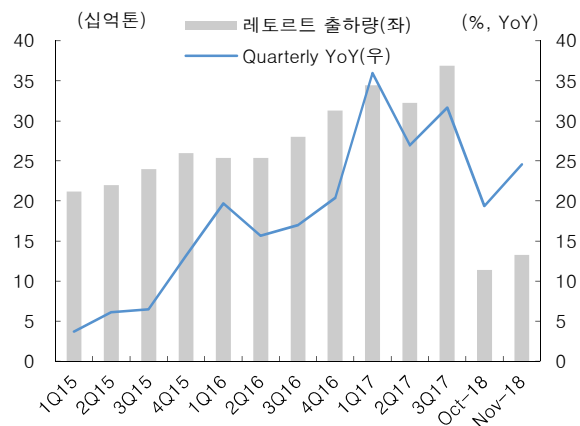
〈표 4〉 부문별 분기 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %, %p)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F	2019F
<b>매출액</b>	3,534.0	3,609.6	3,679.1	3,740.6	3,866.5	3,908.9	4,410.7	4,279.3	14,563.3	16,465.4	18,548.7	20,211.2
식품	1,159.8	1,103.5	1,243.9	1,105.3	1,323.8	1,181.5	1,501.6	1,284.2	4,612.5	5,291.1	6,040.8	6,616.6
바이오	428.2	455.8	456.0	461.6	452.3	469.2	510.9	470.6	1,801.6	1,903.0	2,076.2	2,254.2
생물자원	489.2	521.4	478.6	523.7	500.4	544.6	526.8	546.6	2,012.9	2,118.4	2,308.7	2,454.0
CJ 헬스케어	117.7	125.5	129.9	141.2	123.0	131.7	135.3	163.9	514.3	553.9	587.1	622.3
CJ 대한통운	1,445.2	1,513.6	1,490.3	1,632.9	1,594.9	1,707.8	1,873.2	1,954.3	6,082.0	7,130.2	8,125.0	8,891.4
<b>영업이익</b>	232.8	210.6	243.3	156.9	192.5	164.4	269.3	170.2	843.6	796.4	997.2	1,197.6
식품	118.1	84.4	114.3	35.1	87.0	54.2	149.7	54.3	351.9	345.2	428.6	532.9
바이오	31.4	29.8	39.8	41.0	37.8	32.9	42.1	15.6	142.0	128.4	179.6	197.6
생물자원	15.1	20.8	18.1	8.7	1.3	(0.9)	(1.2)	13.5	62.7	12.7	18.5	36.8
CJ 헬스케어	18.4	17.1	13.9	18.5	18.1	17.9	19.6	18.9	67.9	74.5	76.3	81.5
CJ 대한통운	53.2	59.7	60.3	55.2	51.1	61.9	62.6	67.6	228.4	243.4	290.8	342.5
(%, YoY)												
<b>매출액</b>	13.3	14.0	9.3	14.3	9.4	8.3	19.9	14.4	12.7	13.1	12.7	9.0
식품	10.6	11.1	8.0	15.5	14.1	7.1	20.7	16.2	11.1	14.7	14.2	9.5
바이오	6.6	5.1	(1.8)	4.9	5.6	2.9	12.0	1.9	3.6	5.6	9.1	8.6
생물자원	10.4	22.1	6.4	7.9	2.3	4.4	10.1	4.4	11.5	5.2	9.0	6.3
CJ 헬스케어	11.1	11.1	16.6	11.7	4.5	4.9	4.2	16.1	12.6	7.7	6.0	6.0
CJ 대한통운	22.3	19.5	17.3	22.1	10.4	12.8	25.7	19.7	20.3	17.2	14.0	9.4
<b>영업이익</b>	3.3	9.9	9.3	40.3	(17.3)	(21.9)	10.7	8.5	12.3	(5.6)	25.2	20.1
식품	6.6	6.3	(13.3)	33.0	(26.3)	(35.8)	31.0	54.7	1.0	(1.9)	24.2	24.3
바이오	(37.7)	(37.5)	70.8	135.6	20.4	10.4	5.8	(62.0)	2.3	(9.6)	39.9	10.0
생물자원	62.4	58.8	67.6	(36.5)	(91.4)	(104.3)	(106.6)	55.3	33.7	(79.7)	45.3	99.3
CJ 헬스케어	52.1	36.8	26.4	10.8	(1.6)	4.7	41.0	2.3	29.8	9.7	2.4	6.8
CJ 대한통운	11.8	33.6	16.9	29.6	(3.9)	3.7	3.8	22.8	22.5	6.6	19.5	17.8
(%)												
<b>영업이익률</b>	6.6	5.8	6.6	4.2	5.0	4.2	6.1	4.0	5.8	4.8	5.4	5.9
식품	10.2	7.6	9.2	3.2	6.6	4.6	10.0	4.2	7.6	6.5	7.1	8.1
바이오	7.3	6.5	8.7	8.9	8.4	7.0	8.2	3.3	7.9	6.7	8.7	8.8
생물자원	3.1	4.0	3.8	1.7	0.3	(0.2)	(0.2)	2.5	3.1	0.6	0.8	1.5
CJ 헬스케어	15.6	13.6	10.7	13.1	14.7	13.6	14.5	11.5	13.2	13.5	13.0	13.1
CJ 대한통운	3.7	3.9	4.0	3.4	3.2	3.6	3.3	3.5	3.8	3.4	3.6	3.9

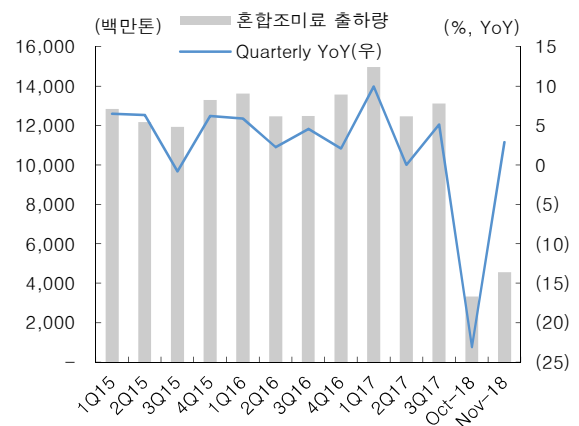
자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 1] 국내 레토르트 출하량 추이



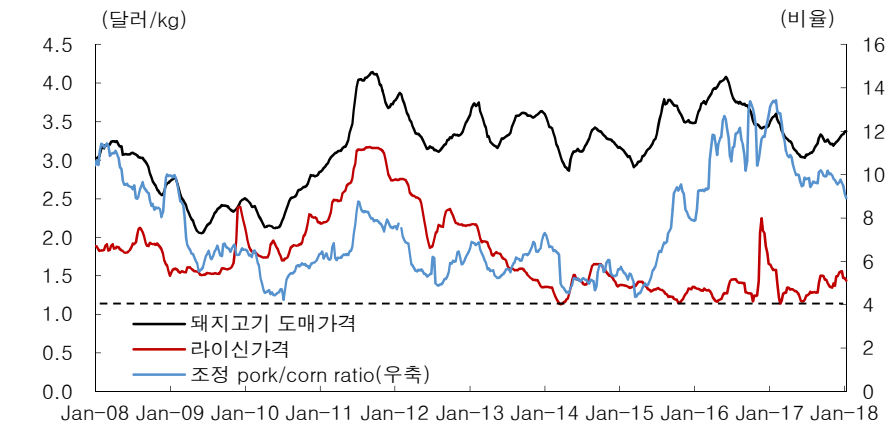
자료: 통계청, 한국투자증권

[그림 2] 국내 조미료 출하량 추이



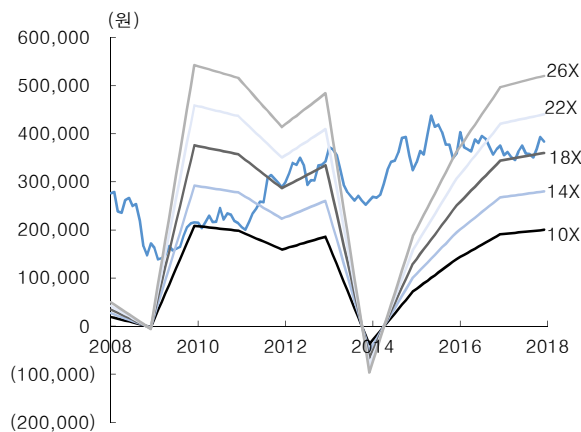
자료: 통계청, 한국투자증권

[그림 3] 중국 돼지고기, 라이신 spot 가격 동향



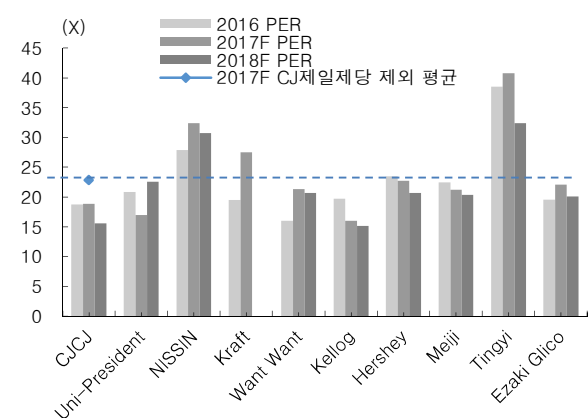
자료: Bloomberg, Wind, 한국투자증권

[그림 4] 수정 PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 5] Global peer와의 PER 비교



주: CJ제일제당 PER은 일회성 손익 제외한 수정 EPS 기준  
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 사외회사로 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. 2015년 기준 식품, 생명공학, 물류 사업부문의 매출액 비율은 각각 32%, 31%, 37%이다. (부분간 내부 매출액 제외, 연결 기준)

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	4,019	4,881	5,121	5,286	5,578
현금성자산	530	644	494	464	424
매출채권및기타채권	1,771	2,201	2,470	2,727	2,890
재고자산	1,098	1,280	1,400	1,484	1,576
비유동자산	9,733	10,886	11,505	12,989	13,629
투자자산	740	817	469	1,233	1,304
유형자산	6,690	7,281	8,001	8,337	8,600
무형자산	1,737	2,334	2,585	2,912	3,173
자산총계	13,751	15,766	16,626	18,276	19,207
유동부채	4,336	4,699	5,049	5,413	5,678
매입채무및기타채무	1,584	1,939	2,192	2,467	2,688
단기차입금및단기사채	1,441	1,801	1,901	2,001	2,051
유동성장기부채	1,148	773	763	753	743
비유동부채	4,030	5,007	5,336	5,499	5,665
사채	2,242	2,899	3,099	3,084	3,104
장기차입금및금융부채	925	1,195	1,205	1,225	1,265
부채총계	8,366	9,706	10,385	10,912	11,343
지배주주지분	3,143	3,409	3,564	4,618	5,030
자본금	72	72	72	82	82
자본잉여금	923	924	924	1,651	1,651
기타자본	(295)	(302)	(302)	(302)	(302)
이익잉여금	2,334	2,567	2,947	3,265	3,677
비지배주주지분	2,242	2,651	2,677	2,746	2,834
자본총계	5,385	6,060	6,241	7,364	7,864

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	1,155	800	1,001	1,289	1,349
당기순이익	254	354	474	432	548
유형자산감가상각비	394	437	478	511	529
무형자산상각비	89	95	120	136	148
자산부채변동	77	(359)	(112)	98	21
기타	341	273	41	112	103
투자활동현금흐름	(693)	(1,409)	(1,358)	(2,036)	(1,353)
유형자산투자	(673)	(845)	(1,198)	(846)	(792)
유형자산매각	29	39	0	0	0
투자자산순증	78	(62)	123	(763)	(69)
무형자산순증	(64)	(61)	(372)	(463)	(409)
기타	(63)	(480)	89	36	(83)
재무활동현금흐름	(364)	726	206	717	(36)
자본의증가	38	192	0	736	0
차입금의순증	(439)	802	300	95	100
배당금지급	(42)	(54)	(35)	(37)	(45)
기타	79	(214)	(59)	(77)	(91)
기타현금흐름	(3)	(3)	0	0	0
현금의증가	94	115	(150)	(30)	(39)

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

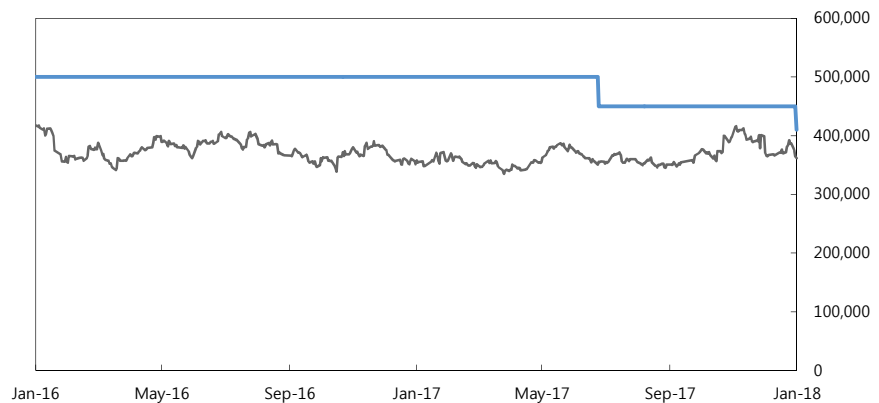
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	12,924	14,563	16,465	18,549	20,211
매출원가	10,038	11,275	12,828	14,482	15,676
매출총이익	2,886	3,288	3,638	4,066	4,535
판매관리비	2,135	2,444	2,841	3,069	3,338
영업이익	751	844	796	997	1,198
금융수익	211	213	494	86	65
이자수익	15	18	18	15	14
금융비용	474	425	412	287	290
이자비용	180	179	197	202	205
기타영업외손익	(145)	(104)	(231)	(210)	(228)
관계기업관련손익	21	1	1	1	1
세전계속사업이익	365	528	649	588	745
법인세비용	111	175	175	156	197
연결당기순이익	254	354	474	432	548
지배주주지분순이익	189	276	417	363	460
기타포괄이익	(12)	30	(256)	0	0
총포괄이익	242	384	218	432	548
지배주주지분포괄이익	174	307	192	363	460
EBITDA	1,235	1,375	1,394	1,643	1,875

## 주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	13,401	19,522	29,575	23,169	28,784
BPS	223,904	242,224	252,789	288,245	313,417
DPS	2,500	2,500	2,600	2,800	3,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	10.4	12.7	13.1	12.7	9.0
영업이익증가율	29.6	12.3	(5.6)	25.2	20.1
순이익증가율	105.8	45.8	51.2	(13.0)	26.8
EPS증가율	105.2	45.7	51.5	(21.7)	24.2
EBITDA증가율	20.2	11.3	1.4	17.9	14.1
수익성(%)					
영업이익률	5.8	5.8	4.8	5.4	5.9
순이익률	1.5	1.9	2.5	2.0	2.3
EBITDA Margin	9.6	9.4	8.5	8.9	9.3
ROA	1.9	2.4	2.9	2.5	2.9
ROE	6.2	8.4	12.0	8.9	9.5
배당수익률	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
배당성장	18.7	12.8	8.8	12.4	10.5
안정성					
순차입금(십억원)	5,002	5,652	6,105	6,319	6,396
차입금/자본총계비율(%)	107.3	110.6	111.0	95.4	90.3
Valuation(X)					
PER	28.2	18.3	12.2	15.6	12.6
PBR	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.0	9.6	9.8	8.5	7.5

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ제일제당(097950)	2016.01.13	매수	500,000원	-24.7	-15.8
	2017.01.13	1년경과		-28.3	-22.6
	2017.07.12	매수	450,000원	-17.7	-7.6
	2018.01.18	매수	410,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 1월 18일 현재 CJ제일제당 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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
- 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 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.