

## CJ제일제당(097950)

Above

In line

Below

### 매수(유지)

목표주가: 500,000원(유지)

#### Stock Data

KOSPI(2/9)	2,066
주가(2/9)	352,500
시가총액(십억원)	4,640
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	406,500/338,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	14,164
유동주식비율/외국인지분율(%)	59.1/24.2
주요주주(%)	CJ 외 6 인
국민연금	12.7

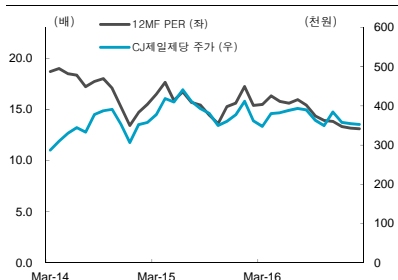
#### Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	28.2	17.4	12.7
PBR(x)	1.7	1.5	1.3
ROE(%)	6.2	8.9	11.0
DY(%)	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(x)	10.0	9.2	8.0
EPS(원)	13,401	20,556	27,787
BPS(원)	223,904	240,778	264,621

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.3)	(10.9)	(5.9)
상대주가(%p)	(2.1)	(12.0)	(13.6)

#### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

### 위험보다 과실(果實)이 커지는 구간

#### What's new : 기대에 못 미친 실적

4분기 매출액은 전년동기대비 14.3% 증가해 예상과 유사했지만 영업이익은 40.4% 증가에 그쳐 우리 예상을 4.2%, 컨센서스를 12.5% 하회했다. 일회적 판관비로 인한 낮은 기저에도 불구하고 영업이익이 제한적으로 증가한 이유는 해외 생물자원(사료, 축산)부문에서 베트남과 중국의 국경 분쟁으로 중국향 돼지 수출이 중단되고, 원가 상승대비 제품가격 인상이 더뎠다. 수익성이 악화된 영향이 컸다. 또한 소재식품에서 원당과 대두의 가격 상승이 설탕 및 식용유의 가격 인상으로 충분히 전가되지 못해 영업적자를 기록한 것도 영향을 줬다. 한편 가공식품 매출액은 HMR 등 신제품 히트로 예상치인 16.0%보다 높은 20.4%의 성장률을 기록했다. 우려했던 바이오도 가격은 하락했지만 수익성이 우수한 판매처의 비중을 늘리고 원가를 크게 절감해 기대보다 많은 이익을 실현했다. 영업외수지는 12월의 급격한 환율 변화로 외화관련 손실이 398억원으로 확대됐고(기존 250억원 추정), 곡물파생상품, 기부금 등으로 예상보다 악화됐다.

#### Positives : 가공식품 성장 확대, 바이오 수익성 개선

가공식품 매출액이 크게 성장한 이유는 컵반, 고메, 국/탕/찌개류로 이어지는 HMR 신제품의 인기가 확대되고 해외 매출액 성장률이 32%로 확대된 데 기인한다. 해외 매출액의 60% 이상인 미국 매출액은 3분기 2% 성장에서 4분기에 17% 성장으로 점프했는데, 이는 코스트코의 블랙프라이데이를 잘 활용하는 등 브랜드가 자리를 잡고 마케팅력이 향상된 반증이다. 바이오는 우려대로 대부분의 가격이 전분기대비 하락했지만 영업이익은 전분기 398억원에서 410억원으로 증가했다. 수율 개선, 저가 원료 대체, 그리고 중국 내에서도 수익성이 상대적으로 나은 판매처로의 거래 확대의 결과다.

#### Negatives : 투자 확대의 부담

소재식품은 올해 1분기에는 좀 더 가격 인상이 진척돼 4분기대비 수익성이 개선될 전망이다. 해외 생물자원도 2월부터 중국향 수출이 재개돼 곧 정상적인 판매가 이루어질 것이다. 우리가 우려하는 부분은 올해 CAPEX와 기업투자가 얼마나 늘어날 지이다. 회사가 밝힌 바로는 전년대비 CAPEX만 1천억원 정도 올해 더 늘어난다는 것인데, 이와 함께 M&A 비용도 관건이다. 동사는 지속적인 성장을 위해 바이오나 가공식품 회사에 대한 M&A를 고려할 가능성이 높는데, 이와 관련된 기대 시너지와 인수 금액은 주가에 영향을 줄 수 밖에 없다. 불확실성은 존재한다. 그러나 바이오의 이익 개선에서 보여지듯 각 부문의 포트폴리오가 안정화되고 있고, 내년부터는 HMR이 cash cow 역할을 할 것이라는 점에서 불확실성을 상쇄하는 긍정적 요인도 존재한다는 판단이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	3,667.5	3,740.6	2.0	3,670.4	1.7	14.3	15,702.5	15,810.0
영업이익	163.8	156.9	(4.2)	179.4	(35.5)	40.4	1,009.5	981.4
영업이익률	4.5	4.2	0.3	4.9	(2.4)	0.8	6.4	6.2
세전이익	99.4	26.6	(73.2)	83.4	(83.9)	(47.7)	673.0	696.7
지배주주순이익	41.0	(0.1)	(100.2)	67.4	(100.1)	(100.6)	391.8	380.9

**결론 : 잠재 위험을 과도하게 반영한 주가, 매수 추천**

동사에 대해 peer 그룹과의 PER 비교를 통해 산출한 목표주가 500,000원을 유지한다. 실적의 안정성과 성장성이 우수한 가공식품의 영업이익 기여도가 지난해 43.0%(CJ대한통운 제외, 포함 시 31.3%)까지 올라와 식품 peer 그룹대비 과도한 할인은 불필요해 보인다. 2017년 동사의 예상 PER은 12.7배에 불과해 식품/바이오 peer인 Ajinomoto의 27.1배와 세계 식품사 평균인 23.3배대비 30% 이상 저평가 상태다. CAPEX가 증가한다는 사실은 주가에는 부정적이지만 경쟁력 있는 가공식품과 바이오부문이라면 투자 회수 기간이 빨리 도래할 것이다. M&A가 주력사업과 연관성이 깊고 인수금액만 적절하다면, 시장내 주도권을 강화시킬 것이라는 시너지를 시장에서는 높게 평가할 것이다. 매수가 적절한 구간이다.

**<표 1> 4분기 연결 실적**

(단위: 십억원, %)

	4Q16P	4Q15	YoY	3Q16	QoQ	당사 추정치	차이	Consensus	차이
매출액	3,740.6	3,273.2	14.3	3,679.0	1.7	3,667.5	2.0	3,670.4	1.9
매출원가	2,953.9	2,575.4	14.7	2,807.8	5.2	2,837.9	4.1		
매출총이익	786.7	697.8	12.7	871.2	(9.7)	829.7	(5.2)		
판매비	629.8	586.0	7.5	628.1	0.3	665.9	(5.4)		
영업이익	156.9	111.8	40.4	243.3	(35.5)	163.8	(4.2)	179.4	(12.5)
세전이익	26.6	50.9	(47.7)	165.3	(83.9)	99.4	(73.2)	83.4	(68.1)
순이익	15.5	41.1	(62.2)	116.7	(86.7)	64.0	(75.7)	67.4	(77.0)
지배주주순이익	(0.1)	14.4	(100.6)	111.0	(100.1)	41.0	(100.2)	42.8	(100.2)
매출원가율	79.0	78.7		76.3		77.4			
판매비율	16.8	17.9		17.1		18.2			
영업이익률	4.2	3.4		6.6		4.5		4.9	
세전이익률	0.7	1.6		4.5		2.7		2.3	
순이익률	0.4	1.3		4.5		1.7		1.8	
지배주주순이익률	(0.0)	0.4		3.2		1.1		1.2	

자료: Quantwise, 한국투자증권

**<표 2> 외화 관련 손익**

(단위: 원/달러, 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P
원/달러(기말)	1,068.8	1,014.4	1,050.6	1,099.2	1,110.0	1,124.1	1,176.5	1,172.0	1,153.5	1,164.7	1,096.3	1,208.5
전분기 대비	13.5	(54.4)	36.2	48.6	10.8	14.1	52.4	(4.5)	(18.5)	11.2	(68.4)	112.2
<b>외환관련손익</b>	<b>(1.4)</b>	<b>13.8</b>	<b>(29.6)</b>	<b>(34.7)</b>	<b>(16.1)</b>	<b>(22.3)</b>	<b>(59.7)</b>	<b>0.2</b>	<b>(13.1)</b>	<b>(12.2)</b>	<b>18.1</b>	<b>(39.8)</b>
평가손익	0.3	17.1	(31.7)	(17.5)	(13.7)	(17.6)	(18.9)	(10.0)	(9.3)	(7.2)	13.3	(25.6)
거래손익	(1.7)	(3.3)	2.1	(17.2)	(2.4)	(4.7)	(40.8)	17.2	(4.2)	(1.8)	4.4	(16.6)
<b>곡물파생상품관련손익</b>	<b>10.8</b>	<b>(8.0)</b>	<b>(29.6)</b>	<b>(4.9)</b>	<b>(11.6)</b>	<b>3.6</b>	<b>(5.7)</b>	<b>1.1</b>	<b>15.8</b>	<b>12.0</b>	<b>6.1</b>	<b>(6.1)</b>
% YoY												
외환관련손익	93.4	152.9	(376.6)	(132.9)	(1,050.0)	(261.6)	(101.7)	100.6	18.6	45.3	130.3	(20,000.0)
평가손익	101.6	229.5	(176.4)	(34.6)	(4,666.7)	(202.9)	40.4	42.9	32.1	59.1	170.4	(156.0)
거래손익	26.1	74.4	106.8	(805.3)	(41.2)	(42.4)	(2,042.9)	200.0	(75.0)	61.7	110.8	(196.5)
곡물파생상품관련손익	289.5	(1,042.9)	(1,580.0)	(6.5)	(207.4)	145.0	80.7	122.4	236.2	233.3	207.0	(654.5)
<b>원/달러 10원당 외화관련 손익 변화</b>	<b>1.0</b>	<b>2.5</b>	<b>8.2</b>	<b>7.1</b>	<b>14.9</b>	<b>15.8</b>	<b>11.4</b>	<b>0.4</b>	<b>(7.1)</b>	<b>10.9</b>	<b>2.6</b>	<b>3.5</b>

자료: CJ제일제당, 한국투자증권

**<표 3> 분기별 영업외수지(CJ대한통운 제외)**

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P
순이자비용	(28.1)	(26.4)	(29.1)	(27.1)	(27.9)	(26.7)	(26.2)	(32.2)
외환관련손익	(16.1)	(22.3)	(59.6)	0.1	(13.1)	(12.2)	18.1	(39.8)
지분법평가손익	(1.5)	1.0	0.0	8.8	1.9	(0.3)	(0.4)	(0.5)
기부금	(9.0)	(8.7)	(7.5)	(10.3)	(12.4)	(10.7)	(14.1)	(8.4)
곡물파생상품 관련손익	(11.6)	3.6	(5.7)	1.1	15.8	12.0	6.1	(6.1)
기타	10.0	(17.9)	(9.9)	(14.3)	32.7	(17.2)	(4.8)	(6.8)
<b>계</b>	<b>(56.3)</b>	<b>(70.7)</b>	<b>(111.8)</b>	<b>(41.7)</b>	<b>(2.9)</b>	<b>(55.1)</b>	<b>(21.3)</b>	<b>(93.9)</b>

자료: CJ제일제당, 한국투자증권

&lt;표 4&gt; 바이오 주요 제품의 가격 추이

(단위: 달러/톤, %)

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17F
라이신	CJ 제일제당	1,385	1,325	1,259	1,215	1,200	1,215	1,260	1,255	-
	중국 Spot	1,366	1,372	1,274	1,218	1,311	1,252	1,384	1,619	-
	Ajinomoto	1,450	1,400	1,300	1,150	1,150	1,300	1,400	1,416	1,350
핵산	CJ 제일제당	8,100	7,600	7,300	6,800	7,000	7,100	7,200	6,900	-
트립토판	Ajinomoto	20,000	14,000	10,000	8,500	7,500	7,500	8,500	8,000	8,000
	CJ 제일제당	15,900	12,600	9,700	7,800	7,100	6,700	7,500	7,400	-
쓰레오닌	Ajinomoto	3,650	2,600	2,300	2,250	2,050	1,750	1,750	1,733	1,750
메치오닌	중국 Spot	7,456	9,143	5,588	5,161	4,744	4,507	4,191	3,807	-
	CJ 제일제당	4,900	5,200	4,900	4,600	4,000	3,500	3,400	3,000	-
(QoQ)										
라이신	CJ 제일제당	(9.5)	(4.3)	(5.0)	(3.5)	(1.2)	1.3	3.7	(0.4)	
	중국 Spot	(11.4)	0.5	(7.2)	(4.4)	7.7	(4.5)	10.6	17.0	
	Ajinomoto	(0.0)	(3.4)	(7.1)	(11.5)	0.0	13.0	7.7	1.1	(4.7)
핵산	CJ 제일제당	(2.4)	(6.2)	(3.9)	(6.8)	2.9	1.4	1.4	(4.2)	
트립토판	Ajinomoto	17.6	(30.0)	(28.6)	(15.0)	(11.8)	0.0	13.3	(5.9)	0.0
	CJ 제일제당	0.0	(20.8)	(23.0)	(19.6)	(9.0)	(5.6)	11.9	(1.3)	
쓰레오닌	Ajinomoto	15.9	(28.8)	(11.5)	(2.2)	(8.9)	(14.6)	0.0	(1.0)	1.0
메치오닌	중국 Spot	(43.2)	22.6	(38.9)	(7.6)	(8.1)	(5.0)	(7.0)	(9.2)	
	CJ 제일제당	(5.8)	6.1	(5.8)	(6.1)	(13.0)	(12.5)	(2.9)	(11.8)	
(YoY)										
라이신	CJ 제일제당	6.9	7.7	(6.1)	(20.6)	(13.4)	(8.3)	0.1	3.3	
	중국 Spot	4.8	6.6	(14.8)	(21.0)	(4.0)	(8.8)	8.7	32.9	
	Ajinomoto	(9.4)	7.7	(7.1)	(20.7)	(20.7)	(7.1)	7.7	23.1	17.4
핵산	CJ 제일제당	2.5	1.3	(6.4)	(18.1)	(13.6)	(6.6)	(1.4)	1.5	
트립토판	Ajinomoto	33.3	(6.7)	(37.5)	(50.0)	(62.5)	(46.4)	(15.0)	(5.9)	6.7
	CJ 제일제당	0.0	0.0	0.0	0.0	(55.3)	(46.8)	(22.7)	(5.1)	
쓰레오닌	Ajinomoto	78.0	30.0	4.5	(28.6)	(43.8)	(32.7)	(23.9)	(23.0)	(14.6)
메치오닌	중국 Spot	45.3	69.5	(27.6)	(60.7)	(36.4)	(50.7)	(25.0)	(26.3)	
	CJ 제일제당	40.0	48.6	(5.8)	(11.5)	(18.4)	(32.7)	(30.6)	(34.8)	

주: Ajinomoto의 추정가격은 2개 분기 평균치임

자료: 각 사, Wind, 한국투자증권

&lt;표 5&gt; 부문별 분기 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	4Q16F (KIS 추정치)	2014	2015	2016P
<b>매출액</b>	3,119.9	3,165.0	3,366.4	3,273.2	3,534.0	3,609.6	3,679.1	<b>3,740.6</b>	<b>3,667.5</b>	11,701.8	12,924.5	14,563.3
식품	1,048.6	993.4	1,151.5	956.9	1,159.8	1,103.5	1,243.9	<b>1,105.3</b>	<b>1,058.8</b>	3,839.9	4,150.4	4,612.5
바이오	401.7	433.5	464.5	440.0	428.2	455.8	456.0	<b>461.6</b>	<b>426.8</b>	1,478.2	1,739.7	1,801.6
생물자원	443.0	427.2	449.7	485.5	489.2	521.4	478.6	<b>523.7</b>	<b>558.3</b>	1,617.7	1,805.4	2,012.9
CJ헬스케어	105.9	113.0	111.4	126.4	117.7	125.5	129.9	<b>141.2</b>	<b>140.9</b>	430.0	456.7	514.3
CJ대한통운	1,181.3	1,266.5	1,270.1	1,337.8	1,445.2	1,513.6	1,490.3	<b>1,632.9</b>	<b>1,590.0</b>	4,560.1	5,055.7	6,082.0
기타	(60.6)	(68.6)	(80.8)	(73.4)	(106.1)	(110.2)	(119.6)	<b>(124.1)</b>	<b>(107.3)</b>	(224.1)	(283.4)	(460.0)
<b>영업이익</b>	225.4	191.7	222.5	111.8	232.8	210.6	243.3	<b>156.9</b>	<b>163.6</b>	579.9	751.4	843.6
식품	110.8	79.4	131.9	26.4	118.1	84.4	114.3	<b>35.1</b>	<b>38.8</b>	322.3	348.5	351.9
바이오	50.4	47.7	23.3	17.4	31.4	29.8	39.8	<b>41.0</b>	<b>31.2</b>	23.7	138.8	142.0
생물자원	9.3	13.1	10.8	13.7	15.1	20.8	18.1	<b>8.7</b>	<b>15.6</b>	34.4	46.9	62.7
CJ헬스케어	12.1	12.5	11.0	16.7	18.4	17.1	13.9	<b>18.5</b>	<b>15.5</b>	51.1	52.3	67.9
CJ대한통운	47.6	44.7	51.6	42.6	53.2	59.7	60.3	<b>55.2</b>	<b>66.5</b>	167.1	186.5	228.4
기타	(4.8)	(5.7)	(6.1)	(5.0)	(3.4)	(1.2)	(3.1)	<b>(1.6)</b>	<b>(4.1)</b>	(18.7)	(21.6)	(9.3)
(%, YoY)												
<b>매출액</b>	10.6	11.9	13.2	6.3	13.3	14.0	9.3	<b>14.3</b>	<b>12.0</b>	7.9	10.4	12.7
식품	8.7	6.6	11.1	5.5	10.6	11.1	8.0	<b>15.5</b>	<b>10.6</b>	1.9	8.1	11.1
바이오	14.9	26.1	31.1	2.1	6.6	5.1	(1.8)	<b>4.9</b>	<b>(3.0)</b>	0.3	17.7	3.6
생물자원	16.0	11.9	12.1	7.2	10.4	22.1	6.4	<b>7.9</b>	<b>15.0</b>	4.4	11.6	11.5
CJ헬스케어	(1.5)	9.7	4.0	12.5	11.1	11.1	16.6	<b>11.7</b>	<b>11.5</b>	2.4	6.2	12.6
CJ대한통운	9.7	13.2	12.0	8.7	22.3	19.5	17.3	<b>22.1</b>	<b>18.9</b>	20.2	10.9	20.3
기타	(4.2)	(33.8)	(33.2)	(35.8)	(75.1)	(60.6)	(48.0)	<b>(69.1)</b>	<b>(46.2)</b>	(42.4)	(26.4)	(62.3)
<b>영업이익</b>	92.0	55.4	33.1	(35.0)	3.3	9.9	9.3	<b>40.3</b>	<b>46.3</b>	67.8	29.6	12.3
식품	16.8	(0.1)	23.8	(36.2)	6.6	6.3	(13.3)	<b>33.0</b>	<b>47.1</b>	45.1	8.1	1.0
바이오	417.0	398.1	124.0	(61.5)	(37.7)	(37.5)	70.8	<b>135.6</b>	<b>79.1</b>	(45.8)	485.7	2.3
생물자원	17.7	8.3	18.7	158.5	62.4	58.8	67.6	<b>(36.5)</b>	<b>14.1</b>	(33.6)	36.3	33.7
CJ헬스케어	1.7	10.6	2.8	(2.9)	52.1	36.8	26.4	<b>10.8</b>	<b>(7.2)</b>	76.2	2.3	29.8
CJ대한통운	72.1	14.5	25.2	(28.0)	11.8	33.6	16.9	<b>29.6</b>	<b>56.1</b>	160.5	11.6	22.5
기타	47.0	(124.5)	43.0	(238.9)	29.2	78.9	49.2	<b>68.0</b>	<b>18.9</b>	71.3	(15.6)	57.1
(%)												
<b>영업이익률</b>	7.2	6.1	6.6	3.4	6.6	5.8	6.6	<b>4.2</b>	<b>4.5</b>	5.0	5.8	5.8
식품	10.6	8.0	11.5	2.8	10.2	7.6	9.2	<b>3.2</b>	<b>3.7</b>	8.4	8.4	7.6
바이오	12.5	11.0	5.0	4.0	7.3	6.5	8.7	<b>8.9</b>	<b>7.3</b>	1.6	8.0	7.9
생물자원	2.1	3.1	2.4	2.8	3.1	4.0	3.8	<b>1.7</b>	<b>2.8</b>	2.1	2.6	3.1
CJ헬스케어	11.4	11.1	9.9	13.2	15.6	13.6	10.7	<b>13.1</b>	<b>11.0</b>	11.9	11.5	13.2
CJ대한통운	4.0	3.5	4.1	3.2	3.7	3.9	4.0	<b>3.4</b>	<b>4.2</b>	3.7	3.7	3.8

주: 물류는 CJ대한통운 컨센서스 반영, 4Q16F는 한국투자증권 추정치임  
 자료: Fn-guide, CJ제일제당, 한국투자증권