

CJ제일제당(097950)

식품 회복이 관건

추석 시점 차이와 가정용 식품시장 위축으로 식품부문 실적 악화
바이오는 트립토판 가격 강세 등으로 실적 크게 호전
무형자산손상차손, 기부금 등으로 영업외수지도 부진

Facts : 영업이익 식품 부진으로 기대치 하회

4분기 매출액은 전년동기대비 14.7% 증가해 기대에 부합했지만, 영업이익은 4.2% 감소한 1,504억원에 머물러 우리 예상치인 1,702억원 및 컨센서스인 2,044억원을 크게 하회했다. 식품부문의 영업이익이 추석 반품 영향(100~200억원), 설탕/밀가루 등 소재식품의 수요 감소에 따른 판가 하락, 광고선전비 증가 등을 이유로 전년동기 351억원에서 62억원으로 급감한 것이 결정적이었다. 바이오는 트립토판 등 신성장 제품의 가격이 46%나 상승하고 브라질의 Selecta가 편입되면서 영업이익이 전년동기 410억원에서 679억원으로 65.6% 증가(Selecta 제외 시 41.2%)했다. 영업외에서는 바이오부문에서 프로젝트 중단에 따른 무형자산손상차손이 100억원대로 발생한 것으로 보이며, 기부금이 늘고, 환헤지로 원화강세관련 이익이 작게 발생해 예상보다 크게 부진했다.

Pros & cons : 바이오가격 상승과 HMR 성장의 피해?

바이오부문의 주력인 라이신이 전년동기대비 가격이 3%, 판매량이 9% 증가한 점은 긍정적이다. 또한 트립토판도 가격이 46% 급등하며 매출액이 80%나 증가한 점은 메치오닌 등 기존 주력부문의 부진을 충분히 메웠다. 하지만 식품부문의 마진하락은 다소 우려스럽다. 통상 소재식품은 곡물가격 하락시기에는 제품가격과 원재료가격 간의 스프레드가 확대되면서 평분기보다 이익이 증가하는데, 이번에는 제품가격 하락이 좀 더 빠르게 진행돼 적자의 규모가 전년동기와 유사했다. HMR 시장의 성장 등으로 가정에서 구매하는 소재식품시장이 위축되었고, 이에 따라 업체간 가격 경쟁이 치열해진 탓이다. 가공식품에서도 다시다 등 cash cow 제품이 가정 내 조리시장이 작아지면서 판매에 부정적 영향을 받은 것으로 추정된다.

Action : 식품 마진 개선이 주가 상승의 Key

영업환경 저하를 반영해 실적 전망치를 낮추지만 목표주가 410,000원은 그대로 유지한다. 2018년 PER은 16.2배로 Global peer 평균인 19.3배대비 여전히 낮기 때문이다. 하지만 주가가 의미있게 상승하려면 0.5%로 급락한 식품의 영업이익률 회복이 필요할 것으로 생각된다. 바이오보다 상대적으로 장기 영업의 안정성이 강한 식품의 회복이야말로 주가 배수를 상향시키는 가장 중요한 요인이기 때문이다. 명절 시점 차이 등의 일회적 요인들이 사라지는 상반기의 식품 실적을 예의 주시할 때다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 410,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/8)	2,408
주가(2/8)	339,000
시가총액(십억원)	4,467
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	416,000/335,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,756
유동주식비율/외국인지분율(%)	59.1/26.9
주요주주(%)	CJ 외 6인 37.8
	국민연금 12.6

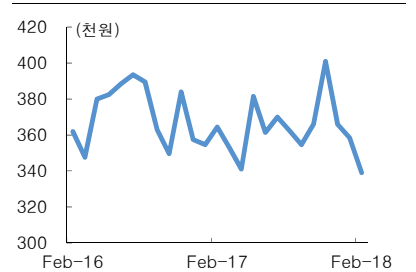
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	18.3	14.2	16.2
PBR(x)	1.5	1.5	1.2
ROE(%)	8.4	10.5	8.1
DY(%)	0.7	0.8	1.0
EV/EBITDA(x)	9.6	10.0	8.7
EPS(원)	19,522	25,749	20,865
BPS(원)	242,224	248,678	281,914

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.9)	(6.0)	(5.0)
KOSPI 대비(%p)	(4.7)	(6.5)	(21.6)

주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	3,740.6	3,866.5	3,908.9	4,410.7	4291.1	(2.7)	14.7	4,257.7
영업이익	156.9	192.5	164.4	269.3	150.4	(67.5)	(4.2)	204.4
영업이익률(%)	4.2	5.0	4.2	6.1	3.5			4.8
세전이익	26.6	125.2	70.2	364.5	24.5	(93.3)	(8.1)	134.4
순이익	15.5	91.0	43.1	263.5	15.2	(94.2)	(2.5)	63.2

자료: 한국투자증권

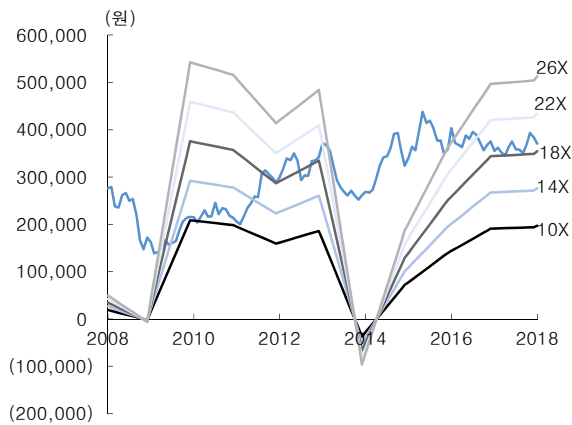
〈표 2〉 실적 변경 내역

(단위: 십억원, 원, %)

	2018F			2019F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	18,549	18,761	1.1	20,211	20,444	1.2
영업이익	997	949	(4.9)	1,198	1,153	(3.7)
지배주주순이익	363	327	(9.9)	460	422	(8.3)
EPS	23,169	20,865	(9.9)	28,784	26,405	(8.3)

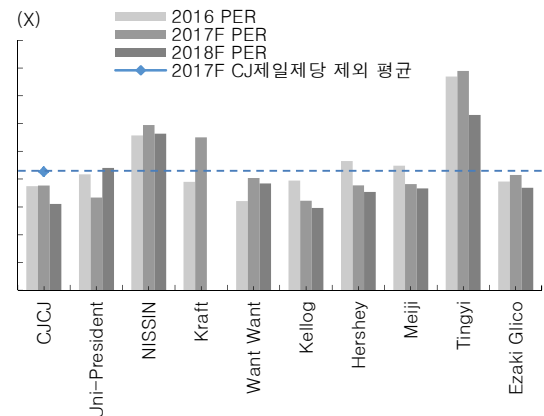
자료: 한국투자증권

[그림 1] IFRS PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 2] Global peer와의 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 3〉 부문별 분기 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %, %p)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	4Q17F (KIS 추정치)	차이	2016	2017P	2018F
매출액	3,534.0	3,609.6	3,679.1	3,740.6	3,866.5	3,908.9	4,410.7	4,291.1	4,279.3	0.3	14,563.3	16,477.2	18,761.2
식품	1,159.8	1,103.5	1,243.9	1,105.3	1,323.8	1,181.5	1,501.6	1,160.1	1,284.2	(9.7)	4,612.5	5,110.2	5,624.6
바이오	428.2	455.8	456.0	461.6	452.3	469.2	510.9	665.7	470.6	41.5	1,801.6	2,153.1	2,526.2
생물자원	489.2	521.4	478.6	523.7	500.4	544.6	526.8	534.6	546.6	(2.2)	2,012.9	2,106.4	2,270.5
CJ 헬스케어	117.7	125.5	129.9	141.2	123.0	131.7	135.3	123.7	163.9	(24.5)	514.3	513.7	534.2
CJ 대한통운	1,445.2	1,513.6	1,490.3	1,632.9	1,594.9	1,707.8	1,873.2	1,934.4	1,954.3	(1.0)	6,082.0	7,110.3	8,125.0
영업이익	232.8	210.6	243.3	156.9	192.5	164.4	269.3	150.4	170.2	(11.6)	843.6	776.6	948.5
식품	118.1	84.4	114.3	35.1	87.0	54.2	149.7	6.2	54.3	(88.6)	351.9	297.4	378.5
바이오	31.4	29.8	39.8	41.0	37.8	32.9	42.1	67.9	15.6	335.4	142.0	180.7	224.6
생물자원	15.1	20.8	18.1	8.7	1.3	(0.9)	(1.2)	(2.1)	13.5	적전	62.7	(2.9)	18.2
CJ 헬스케어	18.4	17.1	13.9	18.5	18.1	17.9	19.6	25.8	18.9	36.4	67.9	81.4	80.1
CJ 대한통운	53.2	59.7	60.3	55.2	51.1	61.9	62.6	60.0	67.8	(11.5)	228.4	235.6	290.8
(%, YoY)													
매출액	13.3	14.0	9.3	14.3	9.4	8.3	19.9	14.7	14.4		12.7	13.1	13.9
식품	10.6	11.1	8.0	15.5	14.1	7.1	20.7	5.0	16.2		11.1	10.8	10.1
바이오	6.6	5.1	(1.8)	4.9	5.6	2.9	12.0	44.2	1.9		3.6	19.5	17.3
생물자원	10.4	22.1	6.4	7.9	2.3	4.4	10.1	2.1	4.4		11.5	4.6	7.8
CJ 헬스케어	11.1	11.1	16.6	11.7	4.5	4.9	4.2	(12.4)	16.1		12.6	(0.1)	4.0
CJ 대한통운	22.3	19.5	17.3	22.1	10.4	12.8	25.7	18.5	19.7		20.3	16.9	14.3
영업이익	3.3	9.9	9.3	40.3	(17.3)	(21.9)	10.7	(4.1)	8.5		12.3	(7.9)	22.1
식품	6.6	6.3	(13.3)	33.0	(26.3)	(35.8)	31.0	(82.3)	54.7		1.0	(15.5)	27.3
바이오	(37.7)	(37.5)	70.8	135.6	20.4	10.4	5.8	65.6	(62.0)		2.3	27.3	24.3
생물자원	62.4	58.8	67.6	(36.5)	(91.4)	(104.3)	(106.6)	(124.1)	55.3		33.7	(104.6)	726.3
CJ 헬스케어	52.1	36.8	26.4	10.8	(1.6)	4.7	41.0	39.5	2.3		29.8	19.9	(1.6)
CJ 대한통운	11.8	33.6	16.9	29.6	(3.9)	3.7	3.8	8.7	22.8		22.5	3.2	23.4
(%)													
영업이익률	6.6	5.8	6.6	4.2	5.0	4.2	6.1	3.5	4.0		5.8	4.7	5.1
식품	10.2	7.6	9.2	3.2	6.6	4.6	10.0	0.5	4.2		7.6	5.8	6.7
바이오	7.3	6.5	8.7	8.9	8.4	7.0	8.2	10.2	3.3		7.9	8.4	8.9
생물자원	3.1	4.0	3.8	1.7	0.3	(0.2)	(0.2)	(0.4)	2.5		3.1	(0.1)	0.8
CJ 헬스케어	15.6	13.6	10.7	13.1	14.7	13.6	14.5	20.9	11.5		13.2	15.8	15.0
CJ 대한통운	3.7	3.9	4.0	3.4	3.2	3.6	3.3	3.1	3.5		3.8	3.3	3.6

자료: CJ제일제당, 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. 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	5,042	5,122	5,479
현금성자산	530	644	412	375	429
매출채권및기타채권	1,771	2,201	2,472	2,720	2,923
재고자산	1,098	1,280	1,401	1,407	1,431
비유동자산	9,733	10,886	11,508	13,461	14,138
투자자산	740	817	470	1,116	1,221
유형자산	6,690	7,281	8,001	8,887	9,150
무형자산	1,737	2,334	2,587	2,946	3,210
자산총계	13,751	15,766	16,550	18,583	19,617
유동부채	4,336	4,699	5,039	5,429	5,674
매입채무및기타채무	1,584	1,939	2,194	2,495	2,719
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	5,907	6,255
사채	2,242	2,899	3,099	3,299	3,499
장기차입금및금융부채	925	1,195	1,205	1,405	1,445
부채총계	8,366	9,706	10,375	11,337	11,929
지배주주지분	3,143	3,409	3,505	4,514	4,875
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	2,887	3,161	3,522
비지배주주지분	2,242	2,651	2,670	2,732	2,813
자본총계	5,385	6,060	6,175	7,246	7,688

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	1,155	800	920	1,379	1,343
당기순이익	254	354	413	389	503
유형자산감가상각비	394	437	478	528	564
무형자산상각비	89	95	120	137	149
자산부채변동	77	(359)	(125)	216	31
기타	341	273	34	109	96
투자활동현금흐름	(693)	(1,409)	(1,360)	(2,526)	(1,427)
유형자산투자	(673)	(845)	(1,198)	(1,414)	(826)
유형자산매각	29	39	0	0	0
투자자산순증	78	(62)	122	(646)	(103)
무형자산순증	(64)	(61)	(373)	(496)	(414)
기타	(63)	(480)	89	30	(84)
재무활동현금흐름	(364)	726	208	1,111	139
자본의증가	38	192	0	736	0
차입금의순증	(439)	802	300	490	280
배당금지급	(42)	(54)	(35)	(42)	(53)
기타	79	(214)	(57)	(73)	(88)
기타현금흐름	(3)	(3)	0	0	0
현금의증가	94	115	(232)	(37)	54

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

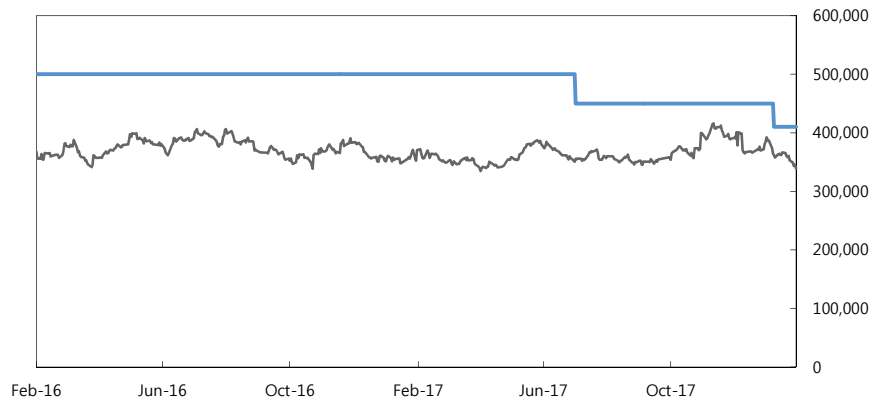
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	12,924	14,563	16,477	18,761	20,444
매출원가	10,038	11,275	12,923	14,677	15,874
매출총이익	2,886	3,288	3,555	4,085	4,570
판매관리비	2,135	2,444	2,778	3,136	3,417
영업이익	751	844	777	949	1,153
금융수익	211	213	493	85	64
이자수익	15	18	18	13	13
금융비용	474	425	412	293	304
이자비용	180	179	197	208	219
기타영업외손익	(145)	(104)	(231)	(212)	(231)
관계기업관련손익	21	1	1	1	1
세전계속사업이익	365	528	584	529	684
법인세비용	111	175	172	140	181
연결당기순이익	254	354	413	389	503
지배주주지분순이익	189	276	363	327	422
기타포괄이익	(12)	30	(256)	0	0
총포괄이익	242	384	157	389	503
지배주주지분포괄이익	174	307	138	327	422
EBITDA	1,235	1,375	1,375	1,613	1,866

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	13,401	19,522	25,749	20,865	26,405
BPS	223,904	242,224	248,678	281,914	303,982
DPS	2,500	2,500	3,000	3,300	3,800
성장성(% , YoY)					
매출증가율	10.4	12.7	13.1	13.9	9.0
영업이익증가율	29.6	12.3	(7.9)	22.1	21.6
순이익증가율	105.8	45.8	31.7	(10.1)	29.2
EPS증가율	105.2	45.7	31.9	(19.0)	26.5
EBITDA증가율	20.2	11.3	(0.0)	17.4	15.7
수익성(%)					
영업이익률	5.8	5.8	4.7	5.1	5.6
순이익률	1.5	1.9	2.2	1.7	2.1
EBITDA Margin	9.6	9.4	8.3	8.6	9.1
ROA	1.9	2.4	2.6	2.2	2.6
ROE	6.2	8.4	10.5	8.1	9.0
배당수익률	0.7	0.7	0.8	1.0	1.1
배당성향	18.7	12.8	11.7	16.2	14.4
안정성					
순차입금(십억원)	5,002	5,652	6,187	6,800	6,963
차입금/자본총계비율(%)	107.3	110.6	112.2	102.4	99.9
Valuation(X)					
PER	28.2	18.3	14.2	16.2	12.8
PBR	1.7	1.5	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.0	9.6	10.0	8.7	7.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ제일제당(097950)	2016.02.05	매수	500,000원	-25.4	-18.7
	2017.02.05	1년경과		-28.2	-22.6
	2017.07.12	매수	450,000원	-17.7	-7.6
	2018.01.18	매수	410,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 2월 8일 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 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.