

CJ제일제당(097950)

매수(유지)

목표주가: 500,000원(유지)

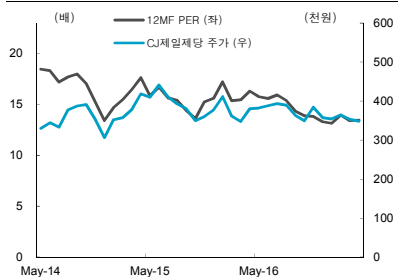
Stock Data

KOSPI(4/21)	2,165
주가(4/21)	348,500
시가총액(십억원)	4,588
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	406,500/335,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,748
유동주식비율/외국인지분율(%)	59.1/24.4
주요주주(%)	CJ외6인 37.8
국민연금	12.8

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.4	(3.7)	(5.7)
상대주가(%p)	1.0	(10.2)	(12.8)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

1Q17 Preview: 더 큰 성장을 위한 실험(,)

영업이익 컨센서스 하회 예상

동사의 1분기 매출액은 전년동기대비 9.8% 증가하나, 영업이익은 16.6% 감소(CJ대한통운 제외 1,427억원)해 컨센서스를 13.4% 하회할 것으로 예상된다. 이익이 감소한 이유는 가공식품과 바이오의 선전에도 불구하고 소재식품과 생물자원의 실적이 부진했기 때문이다. 소재식품은 매출액은 곡물트레이딩의 성장 등으로 7.9% 증가하겠지만, 영업이익은 원당과 대두의 가격 상승 영향으로 마진율이 하락해 이익이 크게 줄어들 것으로 보인다. 설탕가격이 인상되고 있지만 기업향으로는 2분기부터 본격적으로 올라설 전망이다. 국내외 사료업인 생물자원은 비중이 35%로 가장 큰 인도네시아가 AI 등의 이슈로 실적이 부진한 것으로 파악된다. 반면 중장기 최대 성장 동력인 가공식품은 매출액이 13.1% 증가하면서 고성장세를 이어갈 것이다. 바이오도 낮은 기저 영향으로 메치오닌을 제외하고는 대부분의 가격이 상승해 매출액과 영업이익이 각각 7.1%, 19.8%(376억원)을 증가할 전망이다.

긴 그림으로는 여전히 매력적, 매수 추천

1분기 실적이 부진하지만 실적 전망에 큰 변경 없이, Global peers와의 PER 비교로 산출한 목표주가 500,000원과 투자 의견 매수를 유지한다. 소재식품과 생물자원의 부진이 구조적 요인은 아니며, 원당과 대두가격이 하락 한 점 등을 감안하면 2분기 이후 동 부문을 점진적으로 실적이 개선될 전망이다. 또한 지난해 1천억원 수준이었던 HMR류가 지속적인 인기를 끌고 있어 올해 2천억원 이상의 매출액, 그리고 2018년부터는 본격적인 이익 기여가 예상된다. 올해는 CAPEX(HMR 공장 건립, 메치오닌 증설 등) 증가 및 M&A 시도가 주가에 부담 요인이긴 하나, 이미 주가가 하락해 올해 예상 PER이 Global peers 평균 대비 31.5% 낮은 14.4배에 불과해 추가 하락 가능성은 매우 낮다고 판단된다. 주가 조정 시마다 매집을 권고한다.

이경주 3276-6269
kjlee@truefriend.com

정유진 3276-6228
yujinjung@truefriend.com

	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	16,068	942	341	24,140	23.7	1,536	14.4	8.8	1.3	9.5	0.7
2018F	17,493	1,120	426	30,206	25.1	1,756	11.5	7.8	1.2	10.8	0.8
2019F	19,035	1,275	532	37,713	24.9	1,943	9.2	7.2	1.1	12.1	0.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

<표 1> 1분기 연결 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17F	1Q16	YoY	4Q16	QoQ	Consensus	차이
매출액	3,879.6	3,534.0	9.8	3,740.6	3.7	3,853.3	0.7
매출원가	2,977.3	2,707.4	10.0	2,953.9	0.8		
매출총이익	902.3	826.6	9.2	786.7	14.7		
판매비	708.1	593.8	19.2	629.8	12.4		
영업이익	194.3	232.8	(16.6)	156.9	23.8	224.3	(13.4)
세전이익	160.1	203.9	(21.5)	26.6	501.4	185.9	(13.9)
당기순이익	113.7	149.4	(23.9)	15.5	631.8		
지배주주순이익	89.8	122.6	(26.8)	(0.1)	106,465.6	104.0	(13.6)
매출원가율	76.7	76.6		79.0			
판매비율	18.3	16.8		16.8			
영업이익률	5.0	6.6		4.2		5.8	
세전이익률	4.1	5.8		0.7			
지배주주순이익률	2.3	3.5		(0.0)		2.7	

자료: FnGuide, CJ제일제당, 한국투자증권

<표 2> Global Peers와의 PER 비교

(단위: 배, %)

		2014	2015	2016	2017F	2018F
PER	Ajinomoto PER	33.5	23.5	26.5	21.8	19.1
	세계 식품사 PER	22.7	22.2	23.0	20.4	19.1
	평균	28.1	22.9	24.8	21.1	19.1
CJ 제일제당 PER		46.9	28.2	18.3	14.4	11.5
프리미엄률		66.8%	23.3%	-26.0%	-31.5%	-39.5%

자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 3> 바이오 주요 제품의 가격 추이

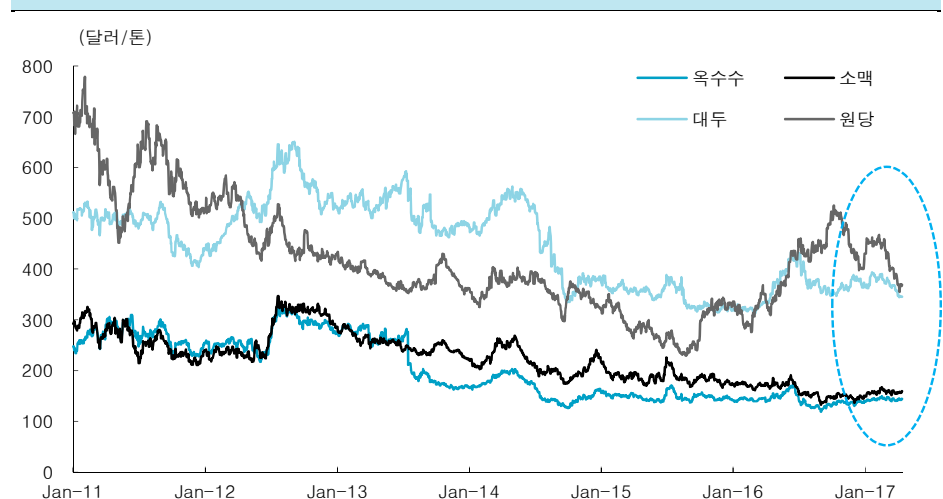
(단위: 달러/톤, %)

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F
라이신	CJ 제일제당	1,385	1,325	1,259	1,215	1,200	1,215	1,260	1,255	1,255
	중국 Spot	1,366	1,372	1,274	1,218	1,311	1,252	1,384	1,619	1,388
	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	7,000
	Ajinomoto	20,000	14,000	10,000	8,500	7,500	7,500	8,500	8,000	8,000
트립토판	CJ 제일제당	15,900	12,600	9,700	7,800	7,100	6,700	7,500	7,400	7,600
	Ajinomoto	3,650	2,600	2,300	2,250	2,050	1,750	1,750	1,733	1,750
쓰레오닌	중국 Spot	7,456	9,143	5,588	5,161	4,744	4,507	4,191	3,807	3,503
	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)	0.0
	중국 Spot	(11.4)	0.5	(7.2)	(4.4)	7.7	(4.5)	10.6	17.0	(14.2)
	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)	1.4
	Ajinomoto	17.6	(30.0)	(28.6)	(15.0)	(11.8)	0.0	13.3	(5.9)	0.0
트립토판	CJ 제일제당	0.0	(20.8)	(23.0)	(19.6)	(9.0)	(5.6)	11.9	(1.3)	2.7
	Ajinomoto	15.9	(28.8)	(11.5)	(2.2)	(8.9)	(14.6)	0.0	(1.0)	1.0
쓰레오닌	중국 Spot	(43.2)	22.6	(38.9)	(7.6)	(8.1)	(5.0)	(7.0)	(9.2)	(8.0)
	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	4.6
	중국 Spot	4.8	6.6	(14.8)	(21.0)	(4.0)	(8.8)	8.7	32.9	5.8
	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	0.0
	Ajinomoto	33.3	(6.7)	(37.5)	(50.0)	(62.5)	(46.4)	(15.0)	(5.9)	6.7
트립토판	CJ 제일제당	0.0	0.0	0.0	0.0	(55.3)	(46.8)	(22.7)	(5.1)	7.0
	Ajinomoto	78.0	30.0	4.5	(28.6)	(43.8)	(32.7)	(23.9)	(23.0)	(14.6)
쓰레오닌	중국 Spot	45.3	69.5	(27.6)	(60.7)	(36.4)	(50.7)	(25.0)	(26.3)	(26.2)
	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

[그림 1] 국제 곡물가격 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 4> 부분별 분기 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	3,534.0	3,609.6	3,679.1	3,740.6	3,879.6	3,946.8	4,083.5	4,158.5	14,563.3	16,068.4	17,492.8
식품	1,159.8	1,103.5	1,243.9	1,105.3	1,286.9	1,220.1	1,385.6	1,229.6	4,612.5	5,122.2	5,619.4
바이오	428.2	455.8	456.0	461.6	458.6	490.0	510.7	532.6	1,801.6	1,991.9	2,110.0
생물자원	489.2	521.4	478.6	523.7	494.1	537.0	512.1	589.7	2,012.9	2,132.9	2,324.9
CJ 헬스케어	117.7	125.5	129.9	141.2	128.6	136.8	139.0	149.4	514.3	553.9	587.1
CJ 대한통운	1,445.2	1,513.6	1,490.3	1,632.9	1,635.5	1,692.9	1,677.3	1,807.7	6,082.0	6,813.3	7,458.9
영업이익	232.8	210.6	243.3	156.9	194.3	215.2	296.5	236.4	843.6	942.3	1,119.5
식품	118.1	84.4	114.3	35.1	83.8	79.1	142.1	99.6	351.9	404.7	495.9
바이오	31.4	29.8	39.8	41.0	37.6	42.6	46.0	44.1	142.0	170.3	215.1
생물자원	15.1	20.8	18.1	8.7	1.5	5.4	25.6	31.5	62.7	64.0	79.0
CJ 헬스케어	18.4	17.1	13.9	18.5	19.8	21.2	15.2	20.3	67.9	76.4	84.6
CJ 대한통운	53.2	59.7	60.3	55.2	56.0	68.4	71.6	70.0	228.4	266.0	307.8
(%, YoY)											
매출액	13.3	14.0	9.3	14.3	9.8	9.3	11.0	11.2	12.7	10.3	8.9
식품	10.6	11.1	8.0	15.5	11.0	10.6	11.4	11.2	11.1	11.1	9.7
바이오	6.6	5.1	(1.8)	4.9	7.1	7.5	12.0	15.4	3.6	10.6	5.9
생물자원	10.4	22.1	6.4	7.9	1.0	3.0	7.0	12.6	11.5	6.0	9.0
CJ 헬스케어	11.1	11.1	16.6	11.7	9.3	9.0	7.0	5.8	12.6	7.7	6.0
CJ 대한통운	22.3	19.5	17.3	22.1	13.2	11.8	12.5	10.7	20.3	12.0	9.5
영업이익	3.3	9.9	9.3	40.3	(16.5)	2.2	21.9	50.7	12.3	11.7	18.8
식품	6.6	6.3	(13.3)	33.0	(29.0)	(6.3)	24.4	183.9	1.0	15.0	22.5
바이오	(37.7)	(37.5)	70.8	135.6	19.8	43.0	15.5	7.6	2.3	20.0	26.3
생물자원	62.4	58.8	67.6	(36.5)	(90.2)	(74.2)	41.5	262.4	33.7	2.1	23.5
CJ 헬스케어	52.1	36.8	26.4	10.8	7.7	24.0	9.0	9.6	29.8	12.6	10.6
CJ 대한통운	11.8	33.6	16.9	29.6	5.2	14.6	18.8	26.8	22.5	16.5	15.7
(%)											
영업이익률	6.6	5.8	6.6	4.2	5.0	5.5	7.3	5.7	5.8	5.9	6.4
식품	10.2	7.6	9.2	3.2	6.5	6.5	10.3	8.1	7.6	7.9	8.8
바이오	7.3	6.5	8.7	8.9	8.2	8.7	9.0	8.3	7.9	8.6	10.2
생물자원	3.1	4.0	3.8	1.7	0.3	1.0	5.0	5.3	3.1	3.0	3.4
CJ 헬스케어	15.6	13.6	10.7	13.1	15.4	15.5	10.9	13.6	13.2	13.8	14.4
CJ 대한통운	3.7	3.9	4.0	3.4	3.4	4.0	4.3	3.9	3.8	3.9	4.1

주: 물류는 CJ대한통운 컨센서스 반영

자료: FnGuide, 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	4,981	5,195	5,463
현금성자산	530	644	466	507	438
매출채권및기타채권	1,771	2,201	2,410	2,624	2,760
재고자산	1,098	1,280	1,366	1,277	1,447
비유동자산	9,733	10,886	11,824	12,531	13,194
투자자산	740	817	845	920	1,001
유형자산	6,690	7,281	7,955	8,319	8,610
무형자산	1,737	2,334	2,523	2,746	2,989
자산총계	13,751	15,766	16,805	17,726	18,657
유동부채	4,336	4,699	5,020	5,328	5,526
매입채무및기타채무	1,584	1,939	2,139	2,329	2,534
단기차입금및단기사채	1,441	1,801	1,901	2,001	1,991
유동성장기부채	1,148	773	773	773	773
비유동부채	4,030	5,007	5,301	5,390	5,487
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	10,320	10,718	11,013
지배주주지분	3,143	3,409	3,737	4,148	4,662
자본금	72	72	72	72	72
자본잉여금	923	924	924	924	924
기타자본	(295)	(302)	(302)	(302)	(302)
이익잉여금	2,334	2,567	2,870	3,257	3,746
비지배주주지분	2,242	2,651	2,748	2,861	2,983
자본총계	5,385	6,060	6,485	7,008	7,644

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	1,155	800	1,052	1,418	1,381
당기순이익	254	354	431	533	649
유형자산감가상각비	394	437	476	509	529
무형자산상각비	89	95	117	128	139
자산부채변동	77	(359)	(82)	125	(70)
기타	341	273	110	123	134
투자활동현금흐름	(693)	(1,409)	(1,416)	(1,343)	(1,294)
유형자산투자	(673)	(845)	(1,150)	(872)	(821)
유형자산매각	29	39	0	0	0
투자자산순증	78	(62)	(4)	(50)	(55)
무형자산순증	(64)	(61)	(306)	(351)	(381)
기타	(63)	(480)	44	(70)	(37)
재무활동현금흐름	(364)	726	186	(33)	(156)
자본의증가	38	192	0	0	0
차입금의순증	(439)	802	313	113	3
배당금지급	(42)	(54)	(35)	(37)	(40)
기타	79	(214)	(92)	(109)	(119)
기타현금흐름	(3)	(3)	0	0	0
현금의증가	94	115	(178)	41	(69)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

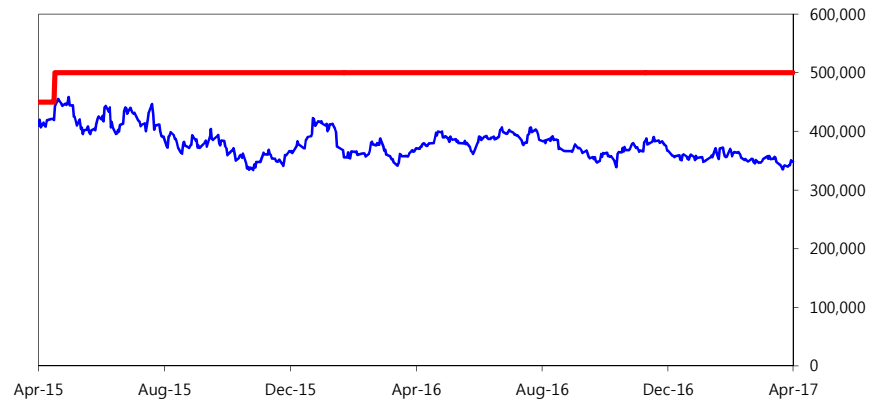
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	12,924	14,563	16,068	17,493	19,035
매출원가	10,038	11,275	12,496	13,537	14,647
매출총이익	2,886	3,288	3,572	3,956	4,388
판매관리비	2,135	2,444	2,630	2,836	3,113
영업이익	751	844	942	1,120	1,275
금융수익	211	213	84	68	67
이자수익	15	18	18	16	16
금융비용	474	425	257	263	265
이자비용	180	179	197	203	205
기타영업외손익	(145)	(104)	(164)	(175)	(190)
관계기업관련손익	21	1	1	1	1
세전계속사업이익	365	528	607	750	889
법인세비용	111	175	176	218	240
연결당기순이익	254	354	431	533	649
지배주주지분순이익	189	276	341	426	532
기타포괄이익	(12)	30	30	30	30
총포괄이익	242	384	461	563	679
지배주주지분포괄이익	174	307	364	450	557
EBITDA	1,235	1,375	1,536	1,756	1,943

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	13,401	19,522	24,140	30,206	37,713
BPS	223,904	242,224	264,774	293,105	328,587
DPS	2,500	2,500	2,600	2,800	3,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	10.4	12.7	10.3	8.9	8.8
영업이익증가율	29.6	12.3	11.7	18.8	13.9
순이익증가율	105.8	45.8	23.4	25.1	24.8
EPS증가율	105.2	45.7	23.7	25.1	24.9
EBITDA증가율	20.2	11.3	11.7	14.3	10.7
수익성(%)					
영업이익률	5.8	5.8	5.9	6.4	6.7
순이익률	1.5	1.9	2.1	2.4	2.8
EBITDA Margin	9.6	9.4	9.6	10.0	10.2
ROA	1.9	2.4	2.6	3.1	3.6
ROE	6.2	8.4	9.5	10.8	12.1
배당수익률	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
배당성향	18.7	12.8	10.8	9.3	8.0
안정성					
순차입금(십억원)	5,002	5,652	6,141	6,172	6,238
차입금/자본총계비율(%)	107.3	110.6	106.8	100.3	91.8
Valuation(X)					
PER	28.2	18.3	14.4	11.5	9.2
PBR	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.0	9.6	8.8	7.8	7.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
CJ제일제당(097950)	2015.05.08	매수	500,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 22일 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	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.