

## CJ제일제당(097950)

Above

In line

Below

### 매수(유지)

목표주가: 450,000원(유지)

#### Stock Data

KOSPI(11/8)	2,552
주가(11/8)	372,500
시가총액(십억원)	4,905
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	390,500/335,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,421
유동주식비율/외국인지분율(%)	59.1/26.4
주요주주(%)	CJ외6인 37.8
국민연금	13.5

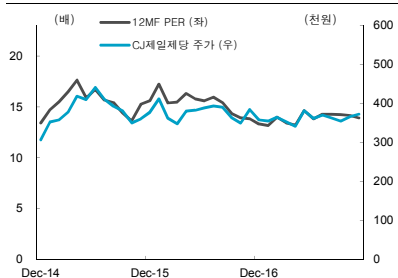
#### Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	18.3	12.7	14.1
PBR(x)	1.5	1.4	1.3
ROE(%)	8.4	11.6	9.7
DY(%)	0.7	0.7	0.8
EV/EBITDA(x)	9.6	9.6	8.3
EPS(원)	19,522	29,269	26,381
BPS(원)	242,224	261,322	284,264

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.1	5.1	0.3
상대주가(%)	(1.5)	(6.2)	(27.1)

#### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

### 왕의 귀환

#### What's new : 영업이익 11% 증가해 기대 부합

3분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 19.9%, 10.7% 증가해 영업이익 기준으로 우리의 예상치에는 부합, 컨센서스는 3.0% 상회했다. CJ대한통운을 제외한 영업이익은 2,102억원으로 전년동기대비 13.0% 증가해 기존 예상치 2,024억원보다 3.9% 많았다. 매출액은 우리 예상과 컨센서스를 7% 이상 상회했는데, 해외 가공식품의 성장 외 소재식품 부문에서 곡물 트레이딩 사업 확대의 영향이 있었다. 수익성은 생물자원의 부진에도 불구하고 식품과 헬스케어의 개선으로 기대와 큰 차이는 없었다. 영업외수지는 삼성생명지분 매각 이익은 예상 수준이었으나, 가공식품을 비롯한 전부문의 저수익 제품 철수 영향으로 유형자산 처분손실이 약 300억원 발생해 기대보다 악화됐다.

#### Positives : 식품과 바이오의 성장

가공식품의 매출액 성장률은 18.3%를 기록해 기대(+16.0%)보다 컸다. 미국 판매 급증과 베트남 기업 인수 효과 등으로 해외 매출액이 48% 증가했고, 내수 매출액도 14.1% 고성장한 데 기인한다. 국내 가공식품의 매출액 증가에는 전년보다 유리한 추석 기간의 영향도 있었지만 HMR류가 103% 성장하는 등 최근 투자를 늘린 분야의 성과가 바로 창출되는 모습이다. 바이오도 메치오닌이 시장 가격 하락 이상으로 판매량이 증가하는 등 우려보다 선방했다. 바이오는 메치오닌의 판매량이 62% 증가하고 트립토판의 고성장이 계속돼 매출액과 영업이익이 각각 12.0%, 5.8% 증가했다.

#### Negatives : 생물자원 부진 지속

생물자원은 매출액이 10.1% 증가했음에도 불구하고 영업이익은 전분기와 유사하게 12억원의 적자(전년동기 영업이익 181억원)를 기록했다. 인도네시아에서 사료 판매량은 30% 증가했지만 기상 악화와 정부 규제로 옥수수 구매 단가가 상승해 수익성이 악화됐다. 베트남의 양돈 판가도 개선이 더뎠다. 하지만 인도네시아의 사료 가격이 9월말 2% 인상됐고 베트남의 양돈 판가가 앞으로 다소 상승할 것으로 보여 생물자원 실적은 저점을 통과한 것으로 판단된다.

#### 결론 : 실적 개선과 불확실성 감소의 이중주, 매수 유지

동사에 대해 Global peers와의 PER 비교로 산출한 목표주가 450,000원, 매수 의견을 유지한다. 4분기에는 추석 선물세트 반품 비용이 100억원가량 전년동기대비 늘어날 전망이나, HMR/해외 가공식품은 구조적 성장을 지속할 것이다. 소재식품에서도 원가 하락의 효과가 이어지고 Selecta 인수 효과가 본격화될 전망이다. 바이오도 발린 등 스페셜티 제품

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	4,113.3	4,410.7	7.2	4,087.5	12.8	19.9	16,141.1	16,002.3
영업이익	270.0	269.3	(0.2)	261.5	63.8	10.7	835.0	836.9
영업이익률	6.6	6.1		6.4			5.2	5.2
세전이익	408.3	364.5	(10.7)	297.2	419.2	120.4	706.3	608.7
순이익	245.1	256.4	4.6	201.7	1,112.3	130.9	412.9	336.7

이경주

kjlee@truefriend.com

들의 비중이 지속적으로 증가해 라이신/메치오닌과 같은 mass 제품 시장의 경쟁 심화 위험을 상쇄시켜 줄 것으로 예상된다. 또 CJ헬스케어 지분이 매각되면 식품/바이오 등 업계 최상위 경쟁력을 보유한 부분으로 집중도가 강해지고, 재무 안정성도 개선될 전망이다. 최근 M&A 행보도 위험을 줄이는 방향으로 진행되고 있어 중장기적인 실적의 불확실성도 약해지고 있다는 판단이다. 일회성손익을 제외한 2017년, 2018년 수정 PER은 각각 18.6배와 14.0배로 peers 평균인 22.1배, 20.3배대비 15.6%, 31.3% 저평가되어 있다. 실적 개선과 불확실성이 줄어드는 구간이므로 앞으로 저평가는 빠르게 해소될 것으로 판단한다.

〈표 1〉 3분기 연결 실적

(단위: 십억원, %)

	3Q17P	3Q16	YoY	2Q17	QoQ	당사 추정치	차이	Consensus	차이
매출액	4,410.7	3,679.0	19.9	3,908.9	12.8	4,113.3	7.2	4,087.5	7.9
매출원가	3,424.3	2,807.7	22.0	3,095.6	10.6	3,138.6	9.1		
매출총이익	986.4	871.4	13.2	813.3	21.3	974.7	1.2		
판관비	717.1	628.1	14.2	648.9	10.5	704.7	1.8		
영업이익	269.3	243.3	10.7	164.4	63.8	270.0	(0.2)	261.5	3.0
세전이익	364.5	165.3	120.4	70.2	419.2	408.3	(10.7)	297.2	22.6
순이익	263.5	116.7	125.8	43.1	510.6	310.3	(15.1)	201.7	30.6
지배주주순이익	256.4	111.0	130.9	21.1	1,112.3	245.1	4.6	180.7	41.9
매출원가율	77.6	76.3		79.2		76.3			
판관비율	16.3	17.1		16.6		17.1			
영업이익률	6.1	6.6		4.2		6.6		6.4	
세전이익률	8.3	4.5		1.8		9.9		7.3	
순이익률	6.0	3.2		1.8		7.5		4.9	
지배주주순이익률	5.8	3.0		1.1		6.0		4.4	

자료: CJ제일제당, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)

	2017F			2018F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	16,081.1	16,141.1	0.4	18,234.2	18,314.2	0.4
영업이익	835.3	835.0	0.0	1,068.0	1,045.3	-2.1
지배주주순이익	432.6	412.9	-4.6	386.1	372.2	-3.6

자료: 한국투자증권

&lt;표 3&gt; 부문별 분기 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %, %p)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17F	3Q17F (KIS 추정치)	차이	2016	2017F	2018F
<b>매출액</b>	3,534.0	3,609.6	3,679.1	3,740.6	3,866.5	3,908.9	4,410.7	3,955.0	<b>4,113.2</b>	7.2	14,563.3	16,141.1	18,314.2
식품	1,159.8	1,103.5	1,243.9	1,105.3	1,323.8	1,181.5	1,501.6	1,244.5	<b>1,399.8</b>	7.3	4,612.5	5,251.4	6,024.6
바이오	428.2	455.8	456.0	461.6	452.3	469.2	510.9	460.0	<b>478.8</b>	6.7	1,801.6	1,892.4	2,070.9
생물자원	489.2	521.4	478.6	523.7	500.4	544.6	526.8	488.6	<b>500.1</b>	5.3	2,012.9	2,060.4	2,243.8
CJ 헬스케어	117.7	125.5	129.9	141.2	123.0	131.7	135.3	163.9	<b>139.4</b>	(2.9)	514.3	553.9	587.1
CJ 대한통운	1,445.2	1,513.6	1,490.3	1,632.9	1,594.9	1,707.8	1,873.2	1,767.5	<b>1,736.0</b>	7.9	6,082.0	6,943.4	8,027.7
<b>영업이익</b>	232.8	210.6	243.3	156.9	192.5	164.4	269.3	208.8	<b>269.9</b>	(0.2)	843.6	835.0	1,045.3
식품	118.1	84.4	114.3	35.1	87.0	54.2	149.7	69.1	<b>140.9</b>	6.2	351.9	360.0	457.1
바이오	31.4	29.8	39.8	41.0	37.8	32.9	42.1	42.3	<b>40.5</b>	4.1	142.0	155.1	199.1
생물자원	15.1	20.8	18.1	8.7	1.3	(0.9)	(1.2)	7.0	<b>3.5</b>	적전	62.7	6.2	18.0
CJ 헬스케어	18.4	17.1	13.9	18.5	18.1	17.9	19.6	18.9	<b>17.4</b>	12.5	67.9	74.5	76.3
CJ 대한통운	53.2	59.7	60.3	55.2	51.1	61.9	62.6	81.9	<b>71.6</b>	(12.6)	228.4	257.5	314.9
(%, YoY)													
<b>매출액</b>	13.3	14.0	9.3	14.3	9.4	8.3	19.9	5.7	<b>11.8</b>		12.7	10.8	13.5
식품	10.6	11.1	8.0	15.5	14.1	7.1	20.7	12.6	<b>12.5</b>		11.1	13.9	14.7
바이오	6.6	5.1	(1.8)	4.9	5.6	2.9	12.0	(0.4)	<b>5.0</b>		3.6	5.0	9.4
생물자원	10.4	22.1	6.4	7.9	2.3	4.4	10.1	(6.7)	<b>4.5</b>		11.5	2.4	8.9
CJ 헬스케어	11.1	11.1	16.6	11.7	4.5	4.9	4.2	16.1	<b>7.3</b>		12.6	7.7	6.0
CJ 대한통운	22.3	19.5	17.3	22.1	10.4	12.8	25.7	8.2	<b>16.5</b>		20.3	14.2	15.6
<b>영업이익</b>	3.3	9.9	9.3	40.3	(17.3)	(21.9)	10.7	33.1	<b>10.9</b>		12.3	(1.0)	25.2
식품	6.6	6.3	(13.3)	33.0	(26.3)	(35.8)	31.0	96.8	<b>23.3</b>		1.0	2.3	27.0
바이오	(37.7)	(37.5)	70.8	135.6	20.4	10.4	5.8	3.3	<b>1.7</b>		2.3	9.3	28.3
생물자원	62.4	58.8	67.6	(36.5)	(91.4)	(104.3)	(106.6)	(19.8)	<b>(80.7)</b>		33.7	(90.1)	190.4
CJ 헬스케어	52.1	36.8	26.4	10.8	(1.6)	4.7	41.0	2.3	<b>25.3</b>		29.8	9.7	2.4
CJ 대한통운	11.8	33.6	16.9	29.6	(3.9)	3.7	3.8	48.3	<b>18.8</b>		22.5	12.7	22.3
(%)													
<b>영업이익률</b>	6.6	5.8	6.6	4.2	5.0	4.2	6.1	5.3	<b>6.6</b>		5.8	5.2	5.7
식품	10.2	7.6	9.2	3.2	6.6	4.6	10.0	5.6	<b>10.1</b>		7.6	6.9	7.6
바이오	7.3	6.5	8.7	8.9	8.4	7.0	8.2	9.2	<b>8.5</b>		7.9	8.2	9.6
생물자원	3.1	4.0	3.8	1.7	0.3	(0.2)	(0.2)	1.4	<b>0.7</b>		3.1	0.3	0.8
CJ 헬스케어	15.6	13.6	10.7	13.1	14.7	13.6	14.5	11.5	<b>12.5</b>		13.2	13.5	13.0
CJ 대한통운	3.7	3.9	4.0	3.4	3.2	3.6	3.3	4.6	<b>4.1</b>		3.8	3.7	3.9

자료: CJ제일제당, 한국투자증권

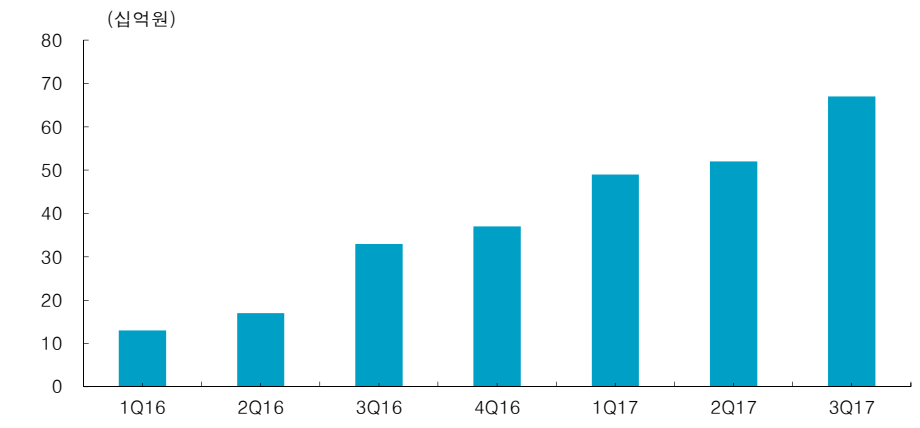
&lt;표 4&gt; 분기별 영업외수지 (CJ대한통운 제외)

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P
순이자비용	(28.1)	(26.4)	(29.1)	(27.1)	(27.9)	(26.7)	(26.1)	(32.2)	(28.7)	(28.1)	(35.5)
외환관련손익	(16.1)	(22.3)	(59.6)	0.1	(13.1)	(12.2)	18.1	(39.8)	32.5	(3.7)	(4.1)
지분법 평가손익	(1.5)	1.0	0.0	8.8	1.9	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(1.3)	1.9	2.9
기부금	(9.0)	(8.7)	(7.5)	(10.3)	(12.4)	(10.7)	(14.1)	(8.4)	(11.9)	(11.6)	(13.1)
국물파생상품 관련손익	(11.6)	3.6	(5.7)	1.1	15.8	12.0	6.2	(6.1)	(9.2)	(19.4)	1.1
매도가능금융자산 처분이익	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	228.8
기타	10.0	(17.9)	(9.9)	(14.3)	32.7	(17.2)	(5.0)	(6.8)	(10.2)	(10.9)	(38.9)
계	(56.3)	(70.7)	(111.8)	(41.7)	(3.0)	(55.1)	(21.3)	(93.8)	(28.8)	(71.8)	141.2

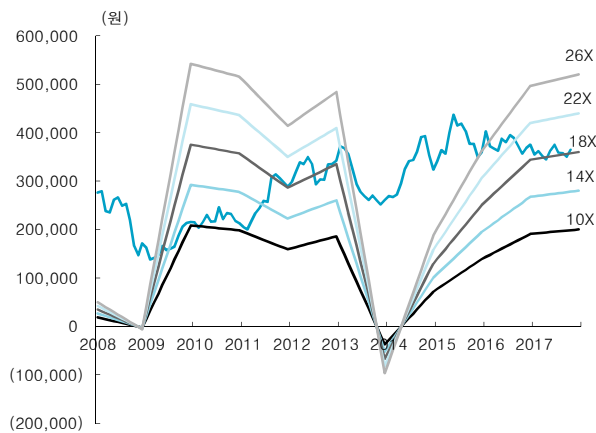
자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 1] HMR 분기 매출액 추이



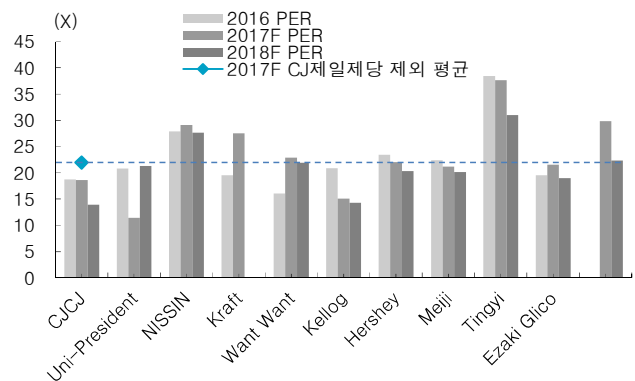
자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 2] 수정 PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 3] Global Peers와의 PER 비교



주: CJ제일제당 PER은 일회성 손익 포함 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 사립회사로 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	5,133	5,366	5,650
현금성자산	530	644	565	641	599
매출채권및기타채권	1,771	2,201	2,453	2,692	2,855
재고자산	1,098	1,280	1,372	1,337	1,418
비유동자산	9,733	10,886	11,597	12,363	12,988
투자자산	740	817	558	578	630
유형자산	6,690	7,281	8,001	8,337	8,600
무형자산	1,737	2,334	2,534	2,875	3,135
자산총계	13,751	15,766	16,730	17,729	18,638
유동부채	4,336	4,699	4,992	5,396	5,593
매입채무및기타채무	1,584	1,939	2,149	2,436	2,655
단기차입금및단기사채	1,441	1,801	1,901	2,001	2,011
유동성장기부채	1,148	773	763	753	743
비유동부채	4,030	5,007	5,315	5,484	5,609
사채	2,242	2,899	3,099	3,084	3,064
장기차입금및금융부채	925	1,195	1,205	1,225	1,265
부채총계	8,366	9,706	10,307	10,880	11,203
지배주주지분	3,143	3,409	3,688	4,021	4,494
자본금	72	72	72	72	72
자본잉여금	923	924	924	924	924
기타자본	(295)	(302)	(302)	(302)	(302)
이익잉여금	2,334	2,567	2,943	3,275	3,749
비지배주주지분	2,242	2,651	2,735	2,828	2,941
자본총계	5,385	6,060	6,423	6,849	7,435

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	1,155	800	1,081	1,432	1,431
당기순이익	254	354	523	465	629
유형자산감가상각비	394	437	478	511	529
무형자산상각비	89	95	118	134	146
자산부채변동	77	(359)	(134)	185	(3)
기타	341	273	96	137	130
투자활동현금흐름	(693)	(1,409)	(1,314)	(1,318)	(1,337)
유형자산투자	(673)	(845)	(1,198)	(846)	(792)
유형자산매각	29	39	0	0	0
투자자산순증	78	(62)	162	(19)	(51)
무형자산순증	(64)	(61)	(318)	(475)	(405)
기타	(63)	(480)	40	22	(89)
재무활동현금흐름	(364)	726	153	(38)	(136)
자본의증가	38	192	0	0	0
차입금의순증	(439)	802	300	95	20
배당금지급	(42)	(54)	(35)	(37)	(40)
기타	79	(214)	(112)	(96)	(116)
기타현금흐름	(3)	(3)	0	0	0
현금의증가	94	115	(79)	76	(42)

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

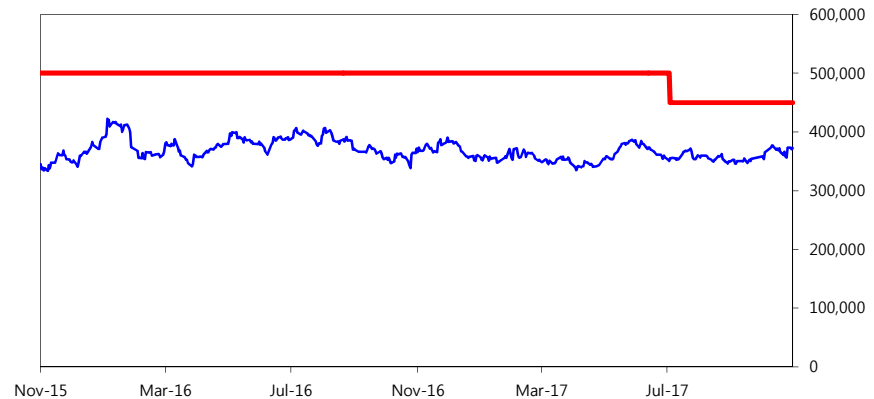
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	12,924	14,563	16,141	18,314	19,965
매출원가	10,038	11,275	12,570	14,239	15,365
매출총이익	2,886	3,288	3,571	4,075	4,600
판매관리비	2,135	2,444	2,736	3,030	3,319
영업이익	751	844	835	1,045	1,281
금융수익	211	213	445	69	69
이자수익	15	18	19	17	17
금융비용	474	425	332	267	269
이자비용	180	179	197	202	204
기타영업외손익	(145)	(104)	(242)	(192)	(220)
관계기업관련손익	21	1	1	1	1
세전계속사업이익	365	528	706	655	862
법인세비용	111	175	184	190	233
연결당기순이익	254	354	523	465	629
지배주주지분순이익	189	276	413	372	516
기타포괄이익	(12)	30	(123)	0	0
총포괄이익	242	384	399	465	629
지배주주지분포괄이익	174	307	315	372	516
EBITDA	1,235	1,375	1,430	1,690	1,956

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	13,401	19,522	29,269	26,381	36,582
BPS	223,904	242,224	261,322	284,264	316,937
DPS	2,500	2,500	2,600	2,800	3,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	10.4	12.7	10.8	13.5	9.0
영업이익증가율	29.6	12.3	(1.0)	25.2	22.6
순이익증가율	105.8	45.8	49.6	(9.8)	38.7
EPS증가율	105.2	45.7	49.9	(9.9)	38.7
EBITDA증가율	20.2	11.3	4.0	18.1	15.8
수익성(%)					
영업이익률	5.8	5.8	5.2	5.7	6.4
순이익률	1.5	1.9	2.6	2.0	2.6
EBITDA Margin	9.6	9.4	8.9	9.2	9.8
ROA	1.9	2.4	3.2	2.7	3.5
ROE	6.2	8.4	11.6	9.7	12.1
배당수익률	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
배당성향	18.7	12.8	8.9	10.7	8.2
안정성					
순차입금(십억원)	5,002	5,652	6,041	6,145	6,145
차입금/자본총계비율(%)	107.3	110.6	107.9	102.6	94.5
Valuation(X)					
PER	28.2	18.3	12.7	14.1	10.2
PBR	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.0	9.6	9.6	8.3	7.2

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
CJ제일제당(097950)	2015.11.06	매수	500,000원	-25.1	-15.5
	2016.11.06	1년경과		-27.6	-21.9
	2017.07.12	매수	450,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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.