

CJ제일제당(097950)

1Q18 Preview: 정비 중

1분기 실적 컨센서스 하회 예상

1분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 14.1%, 2.9% 증가해 영업이익 기준 컨센서스를 15.8% 하회할 전망이다. CJ대한통운을 제외한 영업이익도 1,674억원을 기록해 낮은 기저에도 불구하고 16.1% 증가에 그칠 것이다. 국내외 가공식품의 높은 성장과 바이오의 안정적 이익 창출에도 불구하고 해외 사료의 부진 지속, 그리고 소재식품과 지난해 인수한 Selecta(바이오에 포함)의 체질 개선을 위한 조정 작업이 진행 중인 것으로 보인다. 소재식품에서는 저수익인 트레이딩업의 축소와 라인업 재분석/조정 작업이 진행 중이며, Selecta는 정기 보수로 35일 조업이 중단됐다. 가공식품에서는 HMR류 확장 정책과 20%에 근접한 해외 성장이 지속됐고, 바이오는 트립토판가격의 상승 등이 이익 개선 원인이다.

2018년은 체력 확충 기간

2018년 영업이익은 2017년에 비해서는 개선되는 모습을 보이겠지만, 헬스케어사업 이익 감소(2017년 헬스케어 영업이익 814억원)와 HMR 및 메치오닌에 대한 투자 확대에 획기적인 개선은 어렵다. 바이오와 소재식품에서 commodity성 제품과 부가가치가 높은 specialty성 제품군을 구별한 판매 전략이 향상되고, 해외 사료에 대해서도 적자 파트 축소 등 구조조정이 진행될 것으로 예상된다. 4월 18일에 유입된 1.3조원 규모의 헬스케어 지분 매각대금은 단기적으로는 차입금 상환에 사용되겠지만, 중장기적으로는 해외 식품사 M&A 등 기업 투자에 활용될 가능성이 높다. 이러한 구조조정과 투자가 병행되며 채도약을 위한 기반은 공고해질 것이다. 영업이익은 2018년에는 전년대비 8.0% 증가에 그치겠지만, 2019년 전년대비 21.0%로 크게 성장할 전망이다.

목표주가 410,000원 유지

올해 수정PER은 15.9배로 Global peers 평균인 20.9배대비 24% 낮다. 올해 주력부문의 투자로 경쟁력이 강화돼 장기 성장이 클 것이라는 점에서 저평가는 부적절해 보인다. Peers 평균 PER 수준인 목표주가 410,000원을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	14,563	844	276	19,522	45.7	1,375	18.3	9.6	1.5	8.4	0.7
2017A	16,477	777	370	26,179	34.1	1,343	14.0	10.5	1.5	10.9	0.8
2018F	18,573	838	885	56,181	114.6	1,480	5.7	9.4	1.0	21.3	1.0
2019F	20,206	1,014	414	25,883	(53.9)	1,702	12.4	8.4	1.0	8.1	1.2
2020F	22,120	1,193	514	32,142	24.2	1,908	10.0	7.7	0.9	9.3	1.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 410,000원(유지)

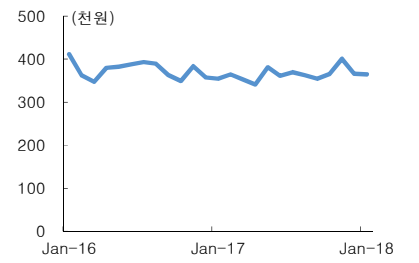
Stock Data

KOSPI(4/19)	2,486
주가(4/19)	320,500
시가총액(십억원)	4,825
발행주식수(백만)	15
52주 최고/최저(원)	416,000/319,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	19,323
유동주식비율/외국인지분율(%)	51.8/20.7
주요주주(%)	CJ 외 7 인 45.5
국민연금	11.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.8)	(15.0)	(6.3)
KOSPI 대비(%p)	(4.2)	(15.5)	(22.5)

주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18F	1Q17	YoY	4Q17	QoQ	Consensus	차이
매출액	4,411.6	3,866.5	14.1	4,291.1	2.8	4,421.6	(0.2)
매출원가	3,452.9	3,008.3	14.8	3,394.4	1.7		
매출총이익	958.7	858.3	11.7	896.7	6.9		
판매비	760.6	665.8	14.2	746.3	1.9		
영업이익	198.1	192.5	2.9	150.4	31.7	235.3	(15.8)
세전이익	140.1	125.2	11.9	24.5	472.5	176.3	(20.5)
순이익	103.0	91.0	13.1	15.2	579.6		
지배주주순이익	97.1	82.0	18.5	10.6	813.8	106.4	(8.7)
매출원가율	78.3	77.8		79.1			
판매비율	17.2	17.2		17.4			
영업이익률	4.5	5.0		3.5		5.3	
세전이익률	3.2	3.2		0.6			
지배주주순이익률	2.2	2.1		0.2		2.4	

자료: Dataguide, 한국투자증권

〈표 2〉 수정 PER 비교

(단위: 원, 배)

	2015	2016	2017	2018F	2019F
수정 EPS	13,929	19,104	16,999	20,143	27,049
수정 PER(A)	27.1	18.7	21.5	15.9	11.8
Ajinomoto	33.5	21.8	23.7	18.9	17.2
Global peers PER 세계 식품사	23.2	23.2	23.5	22.9	20.8
평균(B)	28.4	22.5	23.6	20.9	19.0
(A/B-1)	(4.5%)	(16.8%)	(8.7%)	(23.9%)	(37.6%)
Implied PER(C)				20.4	15.2
(C/B-1)				(2.7%)	(20.1%)

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

자료: 한국투자증권

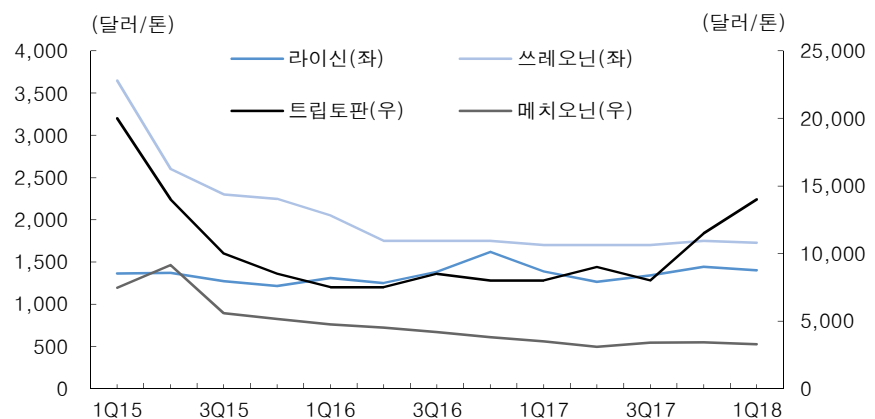
〈표 3〉 부문별 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	3,866.5	3,908.9	4,410.7	4,291.1	4,411.6	4,449.1	4,828.3	4,883.5	14,563.3	16,477.2	18,572.6	20,206.3
식품	1,321.9	1,180.2	1,448.0	1,160.1	1,439.5	1,284.6	1,580.2	1,366.6	4,612.5	5,110.2	5,671.0	6,220.1
바이오	452.4	470.5	564.5	665.7	533.8	564.6	663.3	718.1	1,801.6	2,153.1	2,479.8	2,663.7
생물자원	500.4	544.6	526.8	534.6	512.9	560.9	542.6	595.3	2,012.9	2,106.4	2,211.8	2,326.0
CJ 헬스케어	123.0	131.7	135.3	123.7	116.9	43.2	-	-	514.3	513.7	160.0	-
CJ 대한통운	1,594.9	1,707.8	1,873.2	1,934.4	1,944.7	2,138.0	2,197.1	2,310.1	6,082.0	7,110.3	8,589.9	9,563.3
영업이익	192.5	164.4	269.3	150.4	198.1	171.9	281.0	187.4	843.6	776.6	838.3	1,014.2
식품	87.2	54.7	149.3	6.2	100.1	73.2	154.0	47.8	351.9	297.4	375.2	450.2
바이오	37.6	32.4	42.5	67.9	52.3	49.7	56.4	44.9	142.0	180.4	203.3	232.6
생물자원	1.3	(0.9)	(1.2)	(2.1)	1.5	2.8	27.1	(13.8)	62.7	(2.9)	17.7	30.2
CJ 헬스케어	18.1	17.9	19.6	25.8	13.4	10.6	-	-	67.9	81.4	24.0	-
CJ 대한통운	51.1	61.9	62.6	60.0	33.7	37.4	47.4	125.1	228.4	235.6	243.6	311.5
(% YoY)												
매출액	9.4	8.3	19.9	14.7	14.1	13.8	9.5	13.8	12.7	13.1	12.7	8.8
식품	14.0	7.0	16.4	5.0	8.9	8.8	9.1	17.0	11.1	10.8	11.0	9.7
바이오	5.7	3.2	23.8	44.2	18.0	20.0	17.5	7.9	3.6	19.5	15.2	7.4
생물자원	2.3	4.4	10.1	2.1	2.5	3.0	3.0	11.4	11.5	4.6	5.0	5.2
CJ 헬스케어	4.5	4.9	4.2	(12.4)	(5.0)	(67.2)	-	-	12.6	(0.1)	(68.9)	-
CJ 대한통운	10.4	12.8	25.7	18.5	21.9	25.2	17.3	19.4	20.3	16.9	20.8	11.3
영업이익	(17.3)	(21.9)	10.7	(4.1)	2.9	4.5	4.3	24.6	12.3	(7.9)	7.9	21.0
식품	(26.2)	(35.2)	30.6	(82.3)	14.8	33.8	3.2	670.3	1.0	(15.5)	26.1	20.0
바이오	19.7	8.7	6.8	65.6	39.1	53.3	32.7	(33.8)	2.3	27.0	12.7	14.4
생물자원	(91.4)	(104.3)	(106.6)	(124.1)	18.4	411.6	2,360.9	(556.2)	33.7	(104.6)	710.1	70.9
CJ 헬스케어	(1.6)	4.7	41.0	39.5	(25.8)	(41.0)	-	-	29.8	19.9	(70.5)	-
CJ 대한통운	(3.9)	3.7	3.8	8.7	(34.1)	(39.6)	(24.3)	108.5	22.5	3.2	3.4	27.9
(%)												
영업이익률	5.0	4.2	6.1	3.5	4.5	3.9	5.8	3.8	5.8	4.7	4.5	5.0
식품	6.6	4.6	10.3	0.5	7.0	5.7	9.7	3.5	7.6	5.8	6.6	7.2
바이오	8.3	6.9	7.5	10.2	9.8	8.8	8.5	6.3	7.9	8.4	8.2	8.7
생물자원	0.3	(0.2)	(0.2)	(0.4)	0.3	0.5	5.0	(2.3)	3.1	(0.1)	0.8	1.3
CJ 헬스케어	14.7	13.6	14.5	20.9	11.5	11.0	-	-	13.2	15.8	15.0	-
CJ 대한통운	3.2	3.6	3.3	3.1	1.7	1.7	2.2	5.4	3.8	3.3	2.8	3.3

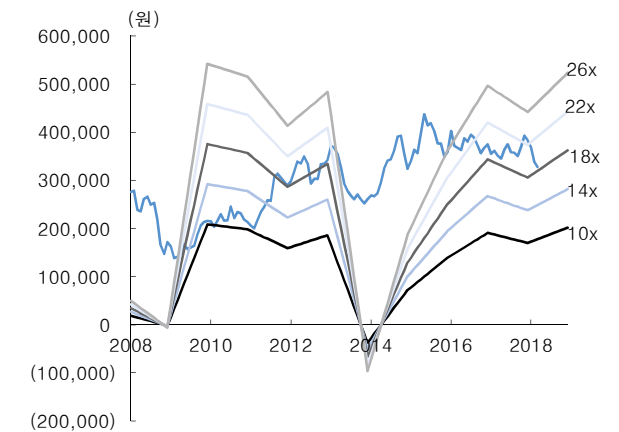
자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 1] 제품 분기별 가격 추이



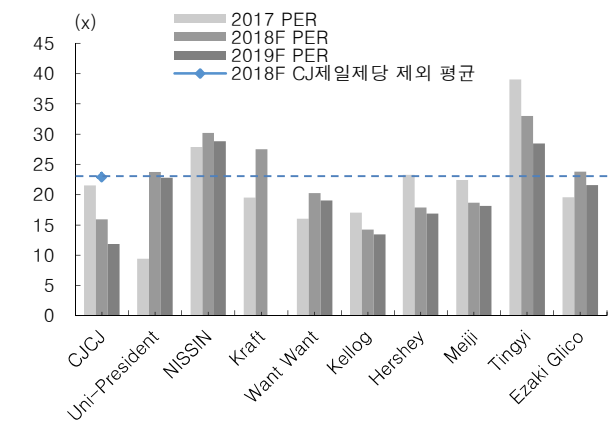
주: 라이신, 메치오닌은 Wind spot 가격. 트립토판, 쓰레오닌은 Ajinomoto 가격
 자료: Wind, Ajinomoto, 한국투자증권

[그림 2] 수정 PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 3] 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 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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	4,881	4,963	5,943	6,252	6,725
현금성자산	644	591	929	768	885
매출채권및기타채권	2,201	2,445	2,786	3,031	3,318
재고자산	1,280	1,304	1,467	1,596	1,747
비유동자산	10,886	11,905	13,363	14,077	14,771
투자자산	817	454	604	731	823
유형자산	7,281	8,179	9,071	9,334	9,557
무형자산	2,334	2,758	3,109	3,382	3,703
자산총계	15,766	16,868	19,306	20,328	21,496
유동부채	4,699	5,497	5,892	6,175	6,494
매입채무및기타채무	1,939	2,299	2,600	2,829	3,097
단기차입금및단기사채	1,801	1,914	2,014	2,064	2,114
유동성장기부채	773	915	905	895	885
비유동부채	5,007	5,227	5,659	5,989	6,324
사채	2,899	3,312	3,512	3,712	3,912
장기차입금및금융부채	1,195	1,006	1,122	1,162	1,192
부채총계	9,706	10,724	11,551	12,164	12,818
지배주주지분	3,409	3,375	4,943	5,296	5,743
자본금	72	73	82	82	82
자본잉여금	924	930	1,656	1,656	1,656
기타자본	(302)	(321)	(321)	(321)	(321)
이익잉여금	2,567	2,903	3,735	4,088	4,535
비지배주주지분	2,651	2,769	2,813	2,869	2,935
자본총계	6,060	6,144	7,755	8,165	8,678

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	800	1,181	1,417	1,106	1,232
당기순이익	354	413	929	470	581
유형자산감가상각비	437	467	521	556	571
무형자산상각비	95	99	120	131	143
자산부채변동	(359)	(24)	(212)	(121)	(144)
기타	273	226	59	70	81
투자활동현금흐름	(1,409)	(1,464)	(2,146)	(1,451)	(1,273)
유형자산투자	(845)	(1,450)	(1,440)	(846)	(821)
유형자산매각	39	27	27	27	27
투자자산순증	(62)	408	(155)	(131)	(96)
무형자산순증	(61)	(79)	(471)	(404)	(464)
기타	(480)	(370)	(107)	(97)	81
재무활동현금흐름	726	265	1,066	185	158
자본의증가	192	15	736	0	0
차입금의순증	802	510	427	302	292
배당금지급	(54)	(50)	(43)	(53)	(61)
기타	(214)	(210)	(54)	(64)	(73)
기타현금흐름	(3)	(36)	0	0	0
현금의증가	115	(54)	338	(161)	117

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

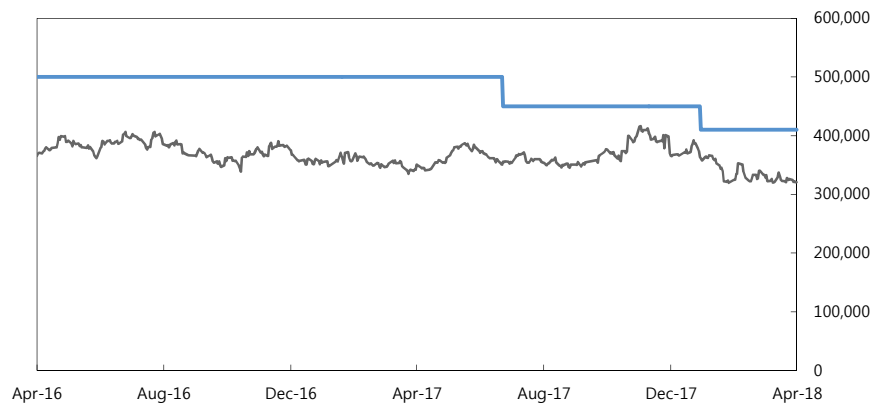
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	14,563	16,477	18,573	20,206	22,120
매출원가	11,275	12,922	14,734	15,977	17,465
매출총이익	3,288	3,555	3,839	4,229	4,655
판매관리비	2,444	2,778	3,001	3,215	3,462
영업이익	844	777	838	1,014	1,193
금융수익	213	536	71	75	74
이자수익	18	19	21	24	23
금융비용	425	469	273	303	312
이자비용	179	204	218	228	237
기타영업외손익	(104)	(254)	631	(141)	(155)
관계기업관련손익	1	(5)	(5)	(5)	(5)
세전계속사업이익	528	584	1,263	640	796
법인세비용	175	172	335	170	215
연결당기순이익	354	413	929	470	581
지배주주지분순이익	276	370	885	414	514
기타포괄이익	30	(465)	0	0	0
총포괄이익	384	(52)	929	470	581
지배주주지분포괄이익	307	14	885	414	514
EBITDA	1,375	1,343	1,480	1,702	1,908

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	19,522	26,179	56,181	25,883	32,142
BPS	242,224	239,601	307,852	329,412	356,691
DPS	2,500	3,000	3,300	3,800	4,200
성장성(%, YoY)					
매출증가율	12.7	13.1	12.7	8.8	9.5
영업이익증가율	12.3	(7.9)	8.0	21.0	17.7
순이익증가율	45.8	34.2	139.0	(53.2)	24.2
EPS증가율	45.7	34.1	114.6	(53.9)	24.2
EBITDA증가율	11.3	(2.4)	10.3	15.0	12.1
수익성(%)					
영업이익률	5.8	4.7	4.5	5.0	5.4
순이익률	1.9	2.2	4.8	2.0	2.3
EBITDA Margin	9.4	8.1	8.0	8.4	8.6
ROA	2.4	2.5	5.1	2.4	2.8
ROE	8.4	10.9	21.3	8.1	9.3
배당수익률	0.7	0.8	1.0	1.2	1.3
배당성향	12.8	11.5	6.0	14.7	13.1
안정성					
순차입금(십억원)	5,652	6,369	6,254	6,621	6,884
차입금/자본총계비율(%)	110.6	117.3	96.4	94.8	92.1
Valuation(X)					
PER	18.3	14.0	5.7	12.4	10.0
PBR	1.5	1.5	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.6	10.5	9.4	8.4	7.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ제일제당(097950)	2016.04.14	매수	500,000원	-25.7	-18.7
	2017.04.14	1년경과		-27.4	-22.6
	2017.07.12	매수	450,000원	-17.7	-7.6
	2018.01.18	매수	410,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 20일 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
- 중립 : 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	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
- 중립 : 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.