

CJ제일제당(097950)

매수(유지)

목표주가: 500,000원(유지)

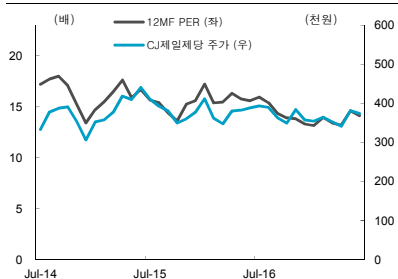
Stock Data

KOSPI(6/12)	2,358
주가(6/12)	373,500
시가총액(십억원)	4,917
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	406,500/335,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	14,048
유동주식비율/외국인지분율(%)	59.1/25.9
주요주주(%)	CJ외6인 37.8
국민연금	12.8

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.3	(2.7)	(1.8)
상대주가(%p)	1.2	(19.0)	(18.7)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

식품부문 경쟁력 강화 위한 2개의 투자

12일 식품사업 투자 설명회 개최

- 12일 오후 3시경 CJ제일제당이 식품투자관련 두 가지 공시를 하고, 4시에 기관투자자와 애널리스트를 대상으로 주요 경영진이 참석한 전략 발표회를 진행
- 발표 내용은 1) 충북 진천에 식품 통합 생산 공장을 신축하는 5,410억 규모의 투자와 2) 브라질의 Sementes Selecta S.A.(농축대두단백(SPC: Soy protein concentrate), 대두 유 제조업체)의 지분 90%를 3,600억원에 취득한다는 것

진천 식품통합기지 구축으로 고성장 식품시장 선도할 것

- 진천 식품통합기지는 송두단지 10만평에 성장주력사업(햇반/만두/조리냉동/조리육/HMR, 최근 2년 CAGR 21.3%)의 현재 생산시설이 가동을 80~100%에 달함에 따라 수요 증가에 맞는 생산 능력을 확충키 위해 신설
- 투자 금액(HMR 제외)은 5년간 5,410억원이며 투자회수기간은 6년으로 계획함(17년 투자금액 2,000억원, 18년 2,730억원, 19년 500억, 20년 180억). HMR 투자 포함 시 총 투자금액은 6,500억원 이상 될 듯
- 2020년 동 생산시설의 예상 매출액은 5,000억, 영업이익은 560억이며 2025년 100% 가동 시 예상 매출액은 6,800억원
- 식품통합기지 내 시설은 모두 최첨단 설비를 갖추 것이며, 핵심공정을 Module화하여 단일 상품만 생산하는 구조가 아니라, 소비자들의 빠르게 변화하는 니즈에 즉시 대응할 수 있도록 제조의 유연성을 확보할 계획임
- 가공식품사업 목표는 적극적인 M&A와 K-food 를 통해 세계적 식품기업으로 성장하여 매출액을 16년 2.7조원에서 20년 9조원으로 늘리는 것. 이중 5.7조원은 기존 사업의 성장으로 달성하며 3.3조원은 M&A를 통한 성장. 또한 해외 매출액 비중을 16년 14%에서 47%까지 늘릴 계획(16년 3,780억원에서 4조 2,300억원으로 증가)

SELECTA사 인수로 사료용 단백질시장 적극 공략

- 사료용 단백질시장에서 어분을 대체하는 식물고단백에는 발효박과 SPC 등이 있음. 어분은 잡어를 건조하여 분말화한 제품으로 단백질함량이 높고(65%), 소화가 잘 되어 어린

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액(십억원)	12,924	14,563	16,068	17,493	19,035
증가율(%)	10.4	12.7	10.3	8.9	8.8
영업이익(십억원)	751	844	942	1,120	1,275
순이익(십억원)	254	354	431	533	649
EPS(원)	13,401	19,522	24,140	30,206	37,713
증가율(%)	105.2	45.7	23.7	25.1	24.9
EBITDA(십억원)	1,235	1,375	1,536	1,756	1,943
PER(x)	28.2	18.3	15.5	12.4	9.9
EV/EBITDA(x)	10.0	9.6	9.1	8.0	7.3
PBR(x)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
ROE(%)	6.2	8.4	9.5	10.8	12.1
DY(%)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경주 3276-6269
kjlee@truefriend.com정유진 3276-6228
youjinjung@truefriend.com

- 가축이나 양어 등 고급사료의 단백질 공급원으로 사용되며, 발효박은 발효 기술로 소화율을 높인 제품임. SPC(Soy Protein Concentrate)는 단백질량이 높고 가성비가 우수한 제품임
- 2016년 현재 세계 사료용 단백질 시장은 124조원 규모이며, 2026년까지 148조원으로 낮은 성장률을 보일 것. 그러나 이중 상기한 식물고단백시장은 어획자원 감소 및 어획량 제한으로 생산이 늘기 어려운 어분을 대체해 2016년 1.6조원에서 2026년 4.9조원으로 연간 10% 이상 고성장할 전망
 - 우선 동사는 현재 8천억원 규모인 발효대두박 시장에 주요 거점(한국, 베트남, 중국)을 확보하고 축종별 포트폴리오 확대해 적극 진출할 계획
 - 또한 동사는 이번에 브라질 소재의 세계 SPC시장 점유율 36%의 1위 기업인 SELECTA사를 인수해 SPC시장에 진출할 계획
 - SELECTA의 16년 매출액은 36,100만달러, 영업이익은 5,000만달러(OPM 13.8%)임. 매출 구성은 SPC 33.4만톤(24,400만달러), 대두유 12.6만톤(9,300만달러), 기타제품 15.4만톤(2,400만달러)
 - 인수 후 CJ제일제당의 발효/효소 기술을 접목시켜 SPC 품질력을 강화할 것이며, Capex를 2배로 증설할 계획임(투자액은 1.2억불, 증설 시 2023년 예상 매출액 7.7억달러, 세계 시장 점유율은 46%로 확대 전망)
 - 바이오 사업과의 영업망이 거의 일치해 기존 영업망을 활용해 시장확대와 비용 절감 효과를 기대

투자 재원은 영업현금흐름, FI, 자산유동화 등

- 상기 2건의 투자에 대해 2017년 투자금액은 5,600억원(진천 2,000억원, SELECTA 3,600억원). 이중 SELECTA 인수 금액 3,600억원 중 FI 투자분이 1,500억원이므로 회사의 2017년 실제 투자금액은 4,100억원
- 가공식품사업을 비롯 여러 사업 영역에서 M&A를 검토 중이며, 이를 위한 자금은 영업 현금 흐름 외 회사채발행(현재 1조원 조달 가능), 자산유동화(삼성생명주식, 가양동 부지 등), 회사구조조정(씨제이헬스케어 IPO 등), FI 등을 통해 조달될 수 있음

식품부문 경쟁력 강화는 일단 긍정적

- 진천 공장 투자는 우리 예상(종전 총 4천억원 투자 예상)보다 규모는 크지만 성장률이 높은 품목에 대한 생산 능력 확충으로 회수기일은 6~8년으로 양호할 듯
- SELECTA는 3년간 제품가격 하락으로 매출액이 정체(14년 3.8억달러, 15년 3.8억달러, 16년 3.6억달러)였으며, 재무 안정성이 약해 1천억원 이상의 차입금 상환 자금이 다시 소요된다는 것이 부담
- 반면 식물성단백시장의 성장성은 인정되며 non GMO 대두 생산기지인 브라질에 생산 공장을 확보했다는 측면에서 긍정적으로 평가
- 결론적으로 금번 2건의 투자는 기업가치에 다소 긍정적 영향을 줄 것으로 보임. 그러나 이외에 회사가 공격적인 M&A 계획을 갖고 있는 것으로 추측돼 이로 인한 불확실성은 다소 확대될 것으로 예상됨
- 현재 1조원 규모의 현금흐름과 9천억원 수준의 CAPEX를 고려하면 기업 지분 투자로 인한 재무적 부담은 존재하며, 따라서 다소 높은 수준의 ROIC가 담보된 투자가 이루어져야 주가 상승에 기여할 것

<표 1> 가공식품 사업 계획

(단위: 십억원)

	2016 년	2020 년	CAGR
매출액	2,742	9,000	35%
글로벌 매출액	378	4,230	83%
글로벌 비중	14%	47%	
브랜드 전략	4 개(2 천억 이상)	BIBIGO(1 조 이상)	

주: 2천억 이상 중소형 브랜드는 비비고, 햇반, 다시다, 해찬들

자료: CJ제일제당, 한국투자증권

<표 2> 소재식품 사업 계획

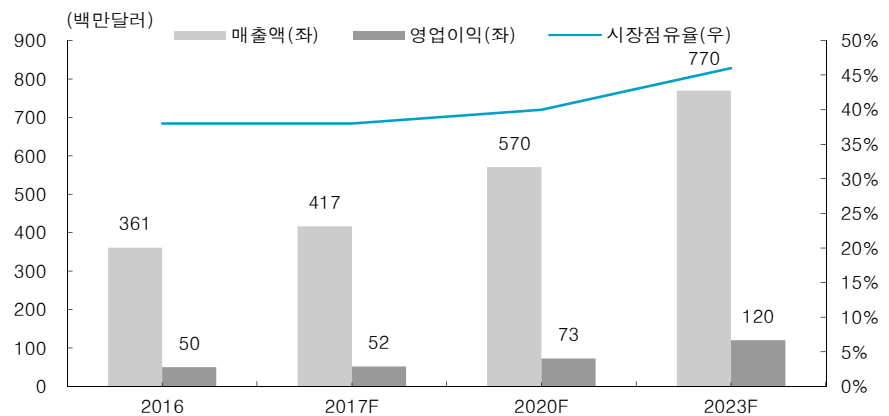
(단위: 십억원)

	2016 년	2020 년	CAGR
매출액	1,900	5,600	31%
신소재 매출액	19	1,848	214%
신소재 비중	1%	33%	
Global 생산 거점	3 곳	8 곳	

주: 2016년 Global 생산 거점은 베트남, 중국, 미얀마

자료: CJ제일제당, 한국투자증권

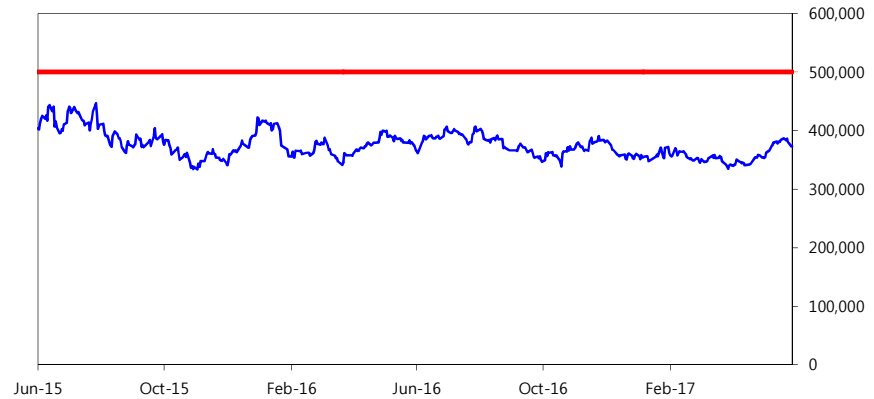
[그림 1] SELECTA사 사업 목표



자료: CJ제일제당, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
CJ제일제당(097950)	2015.07.13	매수	500,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 6월 13일 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.