



BUY(Maintain)

목표주가: 550,000원

주가(8/5): 380,500원

시가총액: 52,700억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/5)		2,017.94pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	446,500원	334,000원
등락률	-14.78%	13.92%
수익률	절대	상대
1W	-2.3%	-3.7%
1M	1.6%	-3.4%
1Y	-7.2%	-6.7%

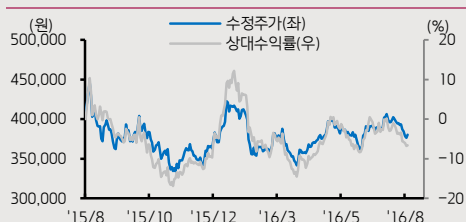
Company Data

발행주식수		14,489천주
일평균 거래량(3M)		37천주
외국인 지분율		24.71%
배당수익률(16E)		0.66%
BPS(16E)		238,463원
주요 주주	CJ주식회사 외	34.35%
	국민연금공단	13.15%

투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	129,245	146,584	160,774	175,566
보고영업이익	7,514	8,856	10,295	11,741
핵심영업이익	7,514	8,856	10,295	11,741
EBITDA	12,350	14,160	15,860	17,552
세전이익	3,648	6,522	7,680	9,162
순이익	2,537	4,530	5,627	6,713
지배주주지분순이익	1,893	3,318	4,285	5,306
EPS(원)	14,393	22,908	29,579	36,628
증감률(%YoY)	105.2	59.2	29.1	23.8
PER(배)	26.2	16.6	12.9	10.4
PBR(배)	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	9.8	8.4	7.2	6.1
보고영업이익률(%)	5.8	6.0	6.4	6.7
핵심영업이익률(%)	5.8	6.0	6.4	6.7
ROE(%)	4.9	8.1	9.3	10.1
순부채비율(%)	92.9	81.4	70.7	57.7

Price Trend



실적리뷰

CJ제일제당 (097950)

성장성과 안정성의 개선



주요 아미노산 판가 하락에도 불구하고, CJ제일제당의 2Q 영업이익은 1,521억원을 기록하며, 전년동기와 유사한 수준을 기록하였다(대한통운 제외기준). 또한, 가공식품/생물자원의 글로벌 매출 비중이 확대되면서, 동사의 매출 및 이익 성장률이 제고된 부분도 고무적이다. 더불어, 중국 Hog to corn ratio가 최근 10년 동안 역사적 최고 레벨에 도달한 점도, 하반기 아미노산 시장 회복에 긍정적 시그널로 판단된다.

>>> 주요 아미노산 판가 하락에도 견조한 이익 레벨 유지

CJ제일제당의 2분기 영업이익은 2,106억원으로 시장 컨센서스에 부합하였다(대한통운 제외기준 영업이익은 1,521억원). 주요 아미노산인 라이신, 핵산, 트립토판의 판가가 각각 전년동기 대비 -8%, -7%, -47% 하락하였음에도 불구하고, 1) 식품 등의 他 사업부 OP 증가, 2) 메치오닌 비중 확대를 통해, 전년동기 대비 유사한 수준의 영업이익을 기록하였다.

그 동안의 전사 실적이 아미노산 상황에 따라 변동성이 컸었지만, 식품 고성장과 바이오 포트폴리오 다변화를 통해, 변동성을 완화하고 이익 안정성을 개선한 것으로 판단된다.

>>> 돋보이는 글로벌 성장성과 아미노산 시장 회복 기대감

향후 1) 동사의 돋보이는 글로벌 성장성과 2) 아미노산 시장 회복 기대감을 통해 주가 레벨이 점진적으로 상승할 것으로 판단된다. 2Q16 해외 가공식품 YoY 매출 성장률은 +29%(지상위 포함 +61%)로, 1Q16보다 매출 성장률이 상승하였으며, 생물자원 사업부도 동남아 지역 판매량 성장을 바탕으로 YoY +22% 성장하였다.

또한, 하반기에는 주요 아미노산 판가 개선에 따라 YoY 바이오 OP 개선이 가능하고(라이신은 6월부터 흑자전환), 중국 Hog to corn ratio가 최근 10년 동안 역사적 최고 레벨에 도달하고 있어서, 중국 돼지사육두수가 상승세로 전환될 것으로 기대된다. 이에 따라, 사료용 아미노산 수요가 회복되면서, 수급이 좀 더 타이트해지고, 시장이 개선될 가능성이 높을 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 55만원 유지

동사는 전 사업부문의 글로벌 매출 확대를 바탕으로, 전사 매출 성장률이 10% 수준을 기록하고 있기 때문에(대한통운 제외기준), 고성장의 지속 가능성이 높은 편이다. 이러한 고성장 덕분에, 주요 아미노산 판가가 하락하더라도, 이를 상쇄할 수 있는 구조적 이익 성장률이 만들어지고 있다. 또한, 최근에 아미노산 시장이 저점을 통과하면서, 하반기 이익 모멘텀도 한층 강화될 것으로 판단한다. 동사에 대해 업종 내 Top-pick 의견을 유지한다.

SOTP Valuation (단위: 십억원)

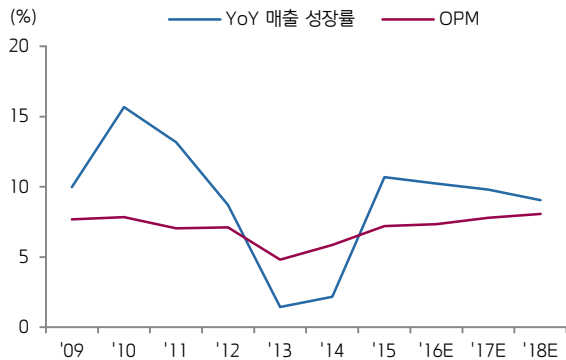
구분	적정가치	비고
영업가치 (A)	7,134	2017년 예상 EBITDA(대통제외 기준)에 Target EV/EBITDA 8.9배 적용(Peer 평균)
비영업가치 (B)	885	
CJ대한통운	680	8/5 증가에 30% 할인
삼성생명	205	8/5 증가에 30% 할인
우선주 가치 (C)	262	8/5 증가
적정가치 (C) = (A) + (B)	8,019	
발행주식수(천주) (D)	14,488	
주당 NAV(원) (E) = (C) / (D)	553,534	
목표주가(원)	550,000	만원 이하 반올림

구분	2014	2015	2016E	2017E
영업이익	432	587	659	770
식품	322	349	379	408
바이오	24	139	144	199
헬스케어	51	52	72	80
생물자원	34	47	64	82
EBITDA	752	939	1,034	1,164
식품	483	518	567	606
바이오	139	273	282	344
헬스케어	73	72	90	99
생물자원	58	76	96	115
순차입금	3,904	3,705	3,455	3,204
EV/EBITDA(배) ¹⁾	10.2	9.2	8.1	7.0

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

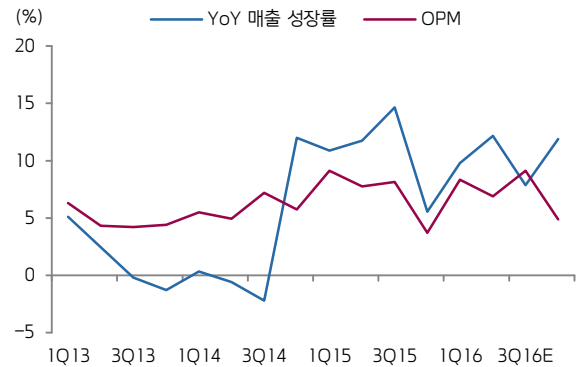
주: 1) CJ대한통운을 제외한 영업가치 기준

연도별 매출 성장률/OPM 추이 및 전망(대통제외 기준)



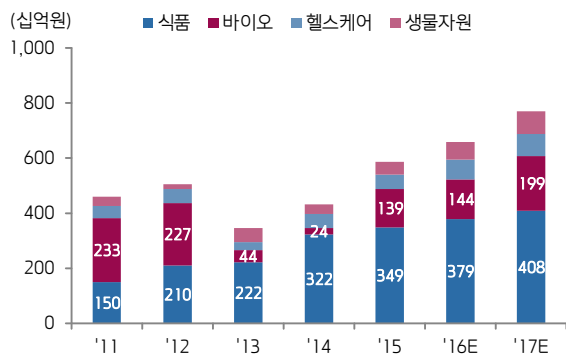
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

분기별 매출 성장률/OPM 추이 및 전망(대통제외 기준)



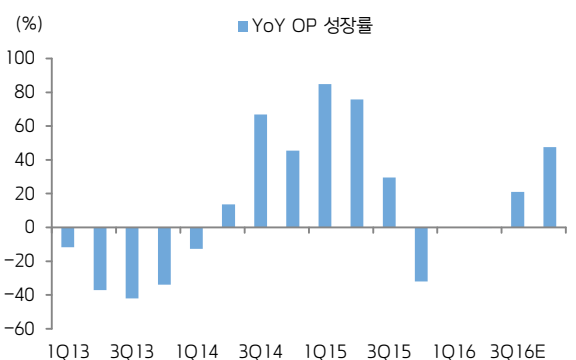
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

사업부별 영업이익 추이 및 전망(대통제외 기준)



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

분기별 OP 성장률 추이 및 전망(대통제외 기준)



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16P	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	3,120	3,165	3,366	3,273	3,534	3,610	3,772	3,754	12,924	14,670	16,077
(YoY)	10.6%	11.9%	13.2%	6.3%	13.3%	14.0%	12.0%	14.7%	10.4%	13.5%	9.6%
식품	1,049	993	1,152	957	1,160	1,103	1,253	1,068	4,150	4,584	4,967
(YoY)	8.7%	6.6%	11.1%	5.5%	10.6%	11.1%	8.8%	11.6%	8.1%	10.4%	8.4%
소재	466	446	465	405	478	473	477	420	1,782	1,847	1,894
(YoY)	4.0%	-3.2%	5.5%	3.2%	2.5%	6.1%	2.5%	3.5%	2.3%	3.6%	2.5%
가공	583	548	686	552	682	630	776	648	2,368	2,737	3,074
(YoY)	12.8%	16.1%	15.3%	7.3%	17.1%	15.1%	13.1%	17.5%	12.9%	15.6%	12.3%
바이오	402	434	465	440	428	456	445	472	1,740	1,801	1,928
(YoY)	14.9%	26.1%	31.1%	2.1%	6.6%	5.1%	-4.1%	7.2%	17.7%	3.5%	7.7%
헬스케어	106	113	111	126	118	126	124	140	457	507	550
(YoY)	-1.5%	9.7%	4.0%	12.5%	11.1%	11.1%	11.0%	11.0%	6.2%	11.1%	8.5%
생물자원	443	427	450	486	489	521	526	568	1,805	2,105	2,421
(YoY)	16.0%	11.9%	12.1%	7.2%	10.4%	22.1%	17.0%	17.0%	11.6%	16.6%	15.0%
물류	1,181	1,267	1,270	1,338	1,445	1,514	1,504	1,580	5,056	6,043	6,582
(YoY)	9.7%	13.2%	12.0%	8.7%	22.3%	19.5%	18.4%	18.1%	10.9%	19.5%	8.9%
대통제의 기준	1,999	1,967	2,177	2,009	2,195	2,206	2,348	2,248	8,152	8,997	9,866
(YoY)	10.9%	11.7%	14.6%	5.5%	9.8%	12.2%	7.9%	11.9%	10.7%	10.4%	9.7%
매출총이익	715	701	772	698	827	804	872	785	2,886	3,287	3,621
(GPM)	22.9%	22.2%	22.9%	21.3%	23.4%	22.3%	23.1%	20.9%	22.3%	22.4%	22.5%
대통제의 기준	589	570	634	554	669	632	702	608	2,347	2,611	2,849
(GPM)	29.5%	29.0%	29.1%	27.6%	30.5%	28.7%	29.9%	27.0%	28.8%	29.0%	28.9%
판매비	489	510	550	586	594	593	601	613	2,135	2,402	2,592
(판매비율)	15.7%	16.1%	16.3%	17.9%	16.8%	16.4%	15.9%	16.3%	16.5%	16.4%	16.1%
대통제의 기준	406	417	457	479	486	480	488	498	1,760	1,952	2,088
(판매비율)	20.3%	21.2%	21.0%	23.9%	22.2%	21.8%	20.8%	22.2%	21.6%	21.7%	21.2%
영업이익	225	192	222	112	233	211	271	171	751	886	1,029
(YoY)	92.0%	55.4%	33.0%	-35.0%	3.3%	9.8%	21.7%	53.3%	29.6%	17.9%	16.2%
(OPM)	7.2%	6.1%	6.6%	3.4%	6.6%	5.8%	7.2%	4.6%	5.8%	6.0%	6.4%
식품	111	79	132	26	118	84	142	35	349	379	408
(OPM)	10.6%	8.0%	11.5%	2.8%	10.2%	7.6%	11.3%	3.2%	8.4%	8.3%	8.2%
바이오	50	48	23	17	31	30	38	45	139	144	199
(OPM)	12.5%	11.0%	5.0%	4.0%	7.3%	6.5%	8.5%	9.5%	8.0%	8.0%	10.3%
헬스케어	12	13	11	17	18	17	16	21	52	72	80
(OPM)	11.4%	11.1%	9.9%	13.2%	15.6%	13.6%	12.6%	14.8%	11.5%	14.2%	14.6%
생물자원	9	13	11	14	15	21	19	9	47	64	82
(OPM)	2.1%	3.1%	2.4%	2.8%	3.1%	4.0%	3.6%	1.7%	2.6%	3.1%	3.4%
물류	48	45	52	43	53	60	63	67	187	243	275
(OPM)	4.0%	3.5%	4.1%	3.2%	3.7%	3.9%	4.2%	4.2%	3.7%	4.0%	4.2%
대통제의 기준	183	153	177	74	183	152	214	109	587	659	770
(OPM)	9.1%	7.8%	8.1%	3.7%	8.3%	6.9%	9.1%	4.9%	7.2%	7.3%	7.8%
세전이익	138	88	87	51	204	133	208	108	365	652	768
당기순이익	100	62	50	41	149	72	152	80	254	453	563
지배주주순이익	92	52	31	14	123	42	122	45	189	332	428
(YoY)	83.4%	93.2%	248.1%	138.8%	33.0%	-18.4%	295.8%	213.5%	105.8%	75.3%	29.1%

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 바이오 사업부문 주요 가정

(단위: 십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16P	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
바이오	402	434	465	440	428	445	445	472	1,740	1,790	1,928
(YoY)	14.9%	26.1%	31.1%	2.1%	6.6%	2.6%	-4.1%	7.2%	17.7%	2.9%	7.7%
라이신	215	215	206	176	192	206	208	213	812	818	863
(YoY)	15.0%	13.2%	-2.0%	-22.8%	-10.8%	-4.2%	0.8%	20.9%	-0.4%	0.8%	5.5%
ASP(달러/톤)	1,385	1,325	1,260	1,215	1,200	1,215	1,290	1,320	1,305	1,255	1,340
(QoQ)	-9.5%	-4.3%	-4.9%	-3.6%	-1.2%	1.3%	6.2%	2.3%			
(YoY)	6.9%	7.7%	-6.0%	-20.6%	-13.4%	-8.3%	2.4%	8.6%	1.2%	-3.8%	6.7%
Q(천톤)	141	148	140	125	133	146	140	140	550	559	560
(YoY)	4.4%	-1.3%	-8.5%	-8.8%	-5.7%	-1.4%	0.0%	12.0%	-4.3%	1.6%	0.2%
핵산	47	53	55	58	50	54	58	59	213	221	239
(YoY)	0.5%	8.8%	18.5%	7.0%	6.8%	1.3%	5.5%	1.1%	8.6%	3.5%	8.0%
ASP(달러/kg)	8.1	7.6	7.3	6.8	7.0	7.1	7.2	7.3	7.4	7.2	7.5
(QoQ)	-2.4%	-6.2%	-3.9%	-6.8%	2.9%	1.4%	1.5%	1.5%			
(YoY)	2.5%	1.3%	-6.4%	-18.1%	-13.6%	-6.6%	-1.3%	7.6%	-1.9%	-3.4%	4.3%
Q(천톤)	5.3	6.4	6.5	7.4	6.0	6.5	7.0	7.0	25.5	26.5	27.8
(YoY)	-4.8%	0.8%	11.2%	22.6%	13.2%	2.4%	8.5%	-5.4%	7.6%	3.9%	5.0%
메치오닌	10	49	86	102	87	85	88	100	247	361	426
(YoY)					764.1%	72.0%	2.6%	-1.8%		45.8%	18.0%
ASP(달러/kg)	4.6	5.0	4.9	4.4	4.0	3.5	3.5	3.5	4.8	3.6	3.7
(QoQ)		8.7%	-2.0%	-10.2%	-9.1%	-13.0%	0.0%	0.0%			
(YoY)					-13.0%	-30.4%	-29.0%	-20.9%		-24.5%	3.2%
Q(천톤)	2.0	9.0	15.0	20.0	18.2	21.0	22.0	25.0	46.0	86.2	100.0
(YoY)					810.0%	133.3%	46.7%	25.0%		87.4%	16.0%
기타	129	116	118	104	99	100	92	100	467	390	401
(YoY)	12.0%	10.4%	20.7%	-30.0%	-23.9%	-14.0%	-22.1%	-3.7%	0.1%	-16.5%	2.8%
원/달러 평균환율	1,100	1,098	1,168	1,158	1,201	1,163	1,150	1,150	1,131	1,166	1,150
(QoQ)	1.2%	-0.2%	6.4%	-0.9%	3.8%	-3.2%	-1.1%	0.0%			
(YoY)	2.9%	6.5%	13.8%	6.5%	9.2%	5.9%	-1.5%	-0.7%	2.9%	3.1%	-1.4%

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

Peer Group Valuation

구분	단위	현재가 8/5	PER(배)		EV/EBITDA(배)		PBR(배)		ROE(%)		배당수익률(%)		시가총액 (백만원)
			'16E	'17E	'16E	'17E	'16E	'17E	'16E	'17E	'16E	'17E	
CJ 제일제당	KRW	380,500	15.2	14.5	8.9	8.0	1.6	1.4	10.0	10.5	0.7	0.7	4,492
Ajinomoto	JPY	2,341	23.3	20.2	10.5	9.7	2.1	2.0	9.3	10.0	1.3	1.5	13,425
Meihua	CNY	6.41	26.5	20.4	13.2	13.2	2.1	2.0	7.5	8.8	1.2	1.5	2,994
Evonik	EUR	28.8	15.5	13.3	6.2	5.5	1.8	1.7	11.4	12.0	4.0	4.1	14,871
대상	KRW	30,100	13.0	12.1	7.0	6.3	1.3	1.2	9.7	10.1	1.3	1.4	929
동원 F&B	KRW	227,500	14.6	13.6	8.3	7.7	1.5	1.4	11.0	10.7	1.1	1.1	787
롯데푸드	KRW	782,000	16.0	14.2	7.9	7.1	1.1	1.1	7.3	7.7	0.6	0.6	961
오뚜기	KRW	745,000	20.6	20.7	13.5	12.2	2.4	2.2	12.5	11.3	0.7	0.7	2,299

자료: 국내 기업은 Fn Guide, 해외 기업은 Bloomberg 컨센서스 기준

>>> 주요 사업부별 실적 리뷰 및 전망

주요 사업부별 실적 리뷰 상세

부문	주요 내용
하반기 중점 전략	- 글로벌 사업: 미국/중국 중심으로 해외 식품 매출 확대, 동남아 중심으로 사료/축산 거점 확대 - 신사업/신제품: HMR 신제품 판촉 강화, 화장품 소재 플랜트 가동(올해 12 월), 새로운 아미노산 출시 및 메치오닌 50% 증산
식품	- 가공식품 매출: YoY 국내 +10%, 해외 +61%(지상위 제외기준 +29%) 성장. - 가공식품 해외 매출 1Q16 960 억, 2Q16 960 억. 매출 비중 15% 내외까지 상승. - 소재 매출: YoY +6.1% 성장. 베트남 제분 +100 억 언더, 신규 곡물 트레이딩 사업 +300 억 언더 - 수익성: YoY -0.4%p 하락. 1) 신제품 판촉, 2) 해외 사업 인력 증가 때문
바이오	- 메치오닌 달러 ASP QoQ -13% 하락. 라이신/핵산은 QoQ +1% 내외 상승. - QoQ로 OP -16 억 감소. 메치오닌 판가 하락하였지만, 라이신 판가 반등, 원재료 단가 하락으로 손익 개선
기타	- 헬스케어: YoY 매출 +11%, OP +37% 성장. ETC 고수익/전략제품 판매 확대에 따른 매출 증가 및 Mix 개선 효과 - 생물자원: YoY 매출 +22%, OP +59% 성장. 인니/베트남 매출 각각 YoY +39%, +29% 성장. - 사료 원재료비 및 축산 판가 안정화로 OPM YoY 0.9%p 개선 - 법인세: 정기 세무조사로 인해 일시적으로 법인세 비용 증가. 하반기 세율에 영향 줄 요소 아님.

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

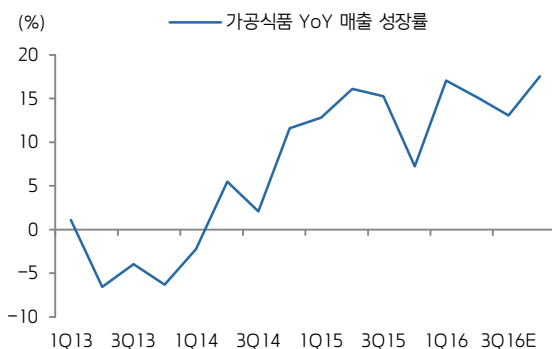
해외 가공식품 확대로
매출 성장률 상승세

올해 상반기 가공식품 매출은 YoY 16% 증가하였고, 2분기 매출은 YoY 15% 증가하였다. 작년 하반기 YoY 가공식품 매출 성장률이 12%였던 점을 감안한다면, 이번 2분기 실적을 통해 동사의 매출 성장률 상승세를 다시 한 번 확인할 수 있었다. 상반기 국내 가공식품 매출은 YoY 11% 증가하였으나(2Q는 YoY +10%), 해외 가공식품 매출이 YoY 26% 증가하면서(지상위 포함 57% 증가), 매출 성장률 상승세를 이끈 것으로 판단된다. 올해 2분기 해외 가공식품 매출 비중이 15%를 돌파하면서, 연간 해외 가공식품 매출은 4천억원 수준이 될 것으로 판단된다.

미국 매출 확대로
해외 비중 확대 전망

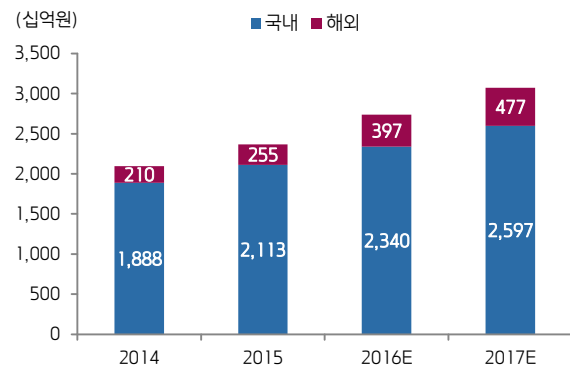
중국 자회사 지상위의 지분을 상승으로 인한 연결 포함 효과 외에도, 미국 매출이 확대되면서 해외 매출 비중이 꾸준히 증가할 것으로 판단된다. Costco에서 MS 1위를 차지한 ‘비비고 만두’의 reference를 바탕으로, 1) Costco 내 SKU 확대(Reay meal 중심), 2) Costco 외의 big retailer 확대를 통해 매출 확대 기조를 이어나갈 것으로 기대된다.

가공식품 매출 성장률 상승세



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

가공식품 해외 매출 비중 확대 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

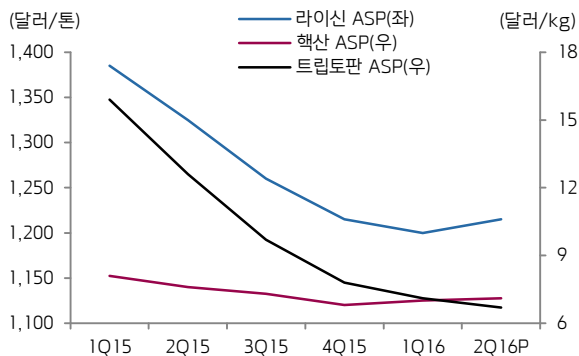
바이오 포트폴리오 다변화 지속

주요 아미노산 가격의 하락세에도 불구하고, 올해 상반기 전사 영업이익은 전년동기와 비슷한 수준을 나타냈다. 올해 상반기 라이신과 핵산의 ASP는 YoY -10% 내외 하락하였고, 트립토판은 YoY -50% 내외 하락하였던 점을 감안한다면, 선방한 실적으로 평가할 수 있다. 이러한 실적 안정성 개선에는 상대적으로 진입 장벽이 높은 메치오닌의 매출 비중 확대가 크게 기여하였으며, 하반기에도 메치오닌 증산과 고부가가치 아미노산 신제품 출시를 통해, 실적 안정성을 한층 더 개선할 것으로 판단된다.

하반기 아미노산 시황 회복세 전망

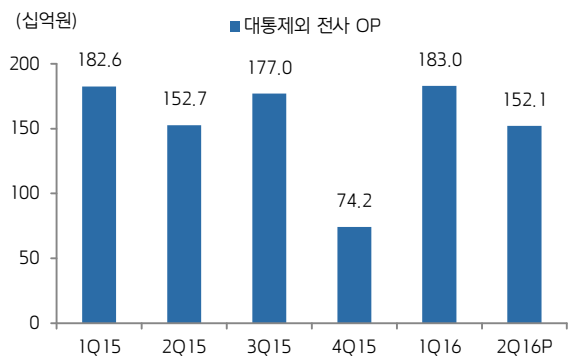
또한, 하반기 아미노산 시황 개선이 기대된다는 점도 긍정적이다. 1) 최근 중국 아미노산 Spot 가격은 상승 추세에 있고, 2) 대체재인 대두박의 강세가 진행 중이며, 3) 중국의 옥수수 최저가격제가 폐지되면서, Hog to corn ratio가 최근 10년 동안 최고치를 향해 달려가고 있기 때문이다. 이러한 Hog to corn ratio의 개선으로 인해, 중국 돼지사육두수 감소세는 일단락 되고 있으며, 하반기에는 모돈 개체 수부터 본격적인 상승 전환이 나타날 가능성이 높다. 그 동안 중국 축산 현대화 과정 속에, 돼지 개체 수가 하락 전환하면서, 사료용 아미노산 수요에 부정적인 영향을 끼쳤었다. 하지만, 이러한 요소들이 점차 제거되면서, 사료용 아미노산 공급이 좀 더 타이트해 질 것으로 기대된다.

CJ제일제당 분기별 주요 아미노산 ASP 추이



자료: CJ제일제당

대통제의 전사 OP 추이



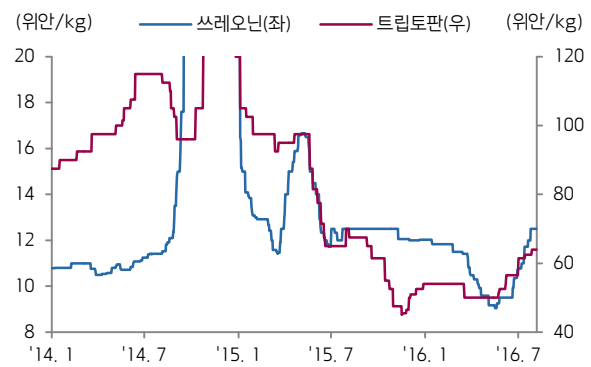
자료: CJ제일제당

중국 라이신/메치오닌 Spot 가격 추이



자료: Wind

중국 쓰레오닌/트립토판 Spot 가격 추이



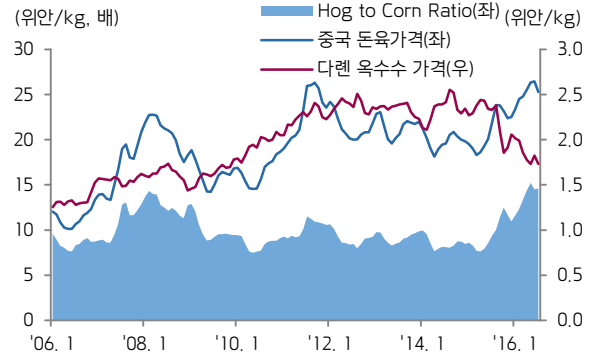
자료: Wind

중국 곡물 시세: 대두박 강세 vs 옥수수 약세



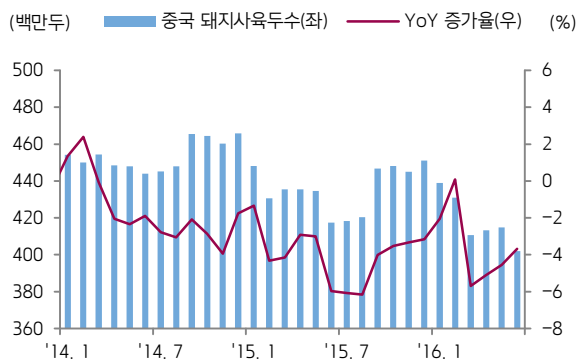
자료: Bloomberg

중국 Hog to Corn Ratio: 최근 10년 동안 최고치



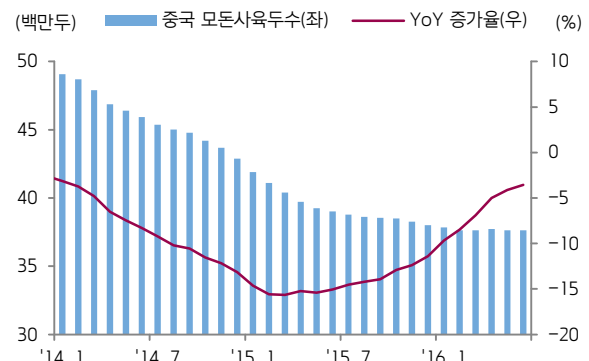
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 돼지사육두수 감소세 둔화



자료: CEIC

중국 모돈사육두수 감소세 일단락



자료: CEIC

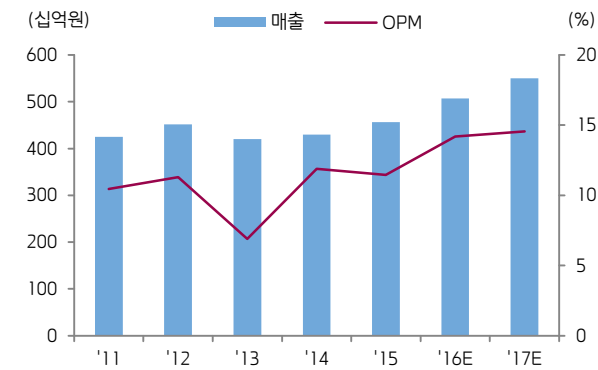
헬스케어: ETC 고수익
및 전략제품 확대

헬스케어 사업부도 안정적인 성장세가 전망된다. ETC 內 고수익 및 전략제품 매출 비중이 확대 되면서, 매출은 10% 이상 성장하고, 수익성이 개선되는 모습이 나타나고 있다. 올해 2분기 ETC 內 고수익 및 전략제품 매출은 YoY 52% 증가하였으며, 비중도 매년 상승 추세이다(2Q14 18%, 2Q15 22%, 2Q16 30%). 또한, 기존 1등 제품인 컨디션, 헛개수가 포함된 드링크류 매출도 YoY 16% 성장하면서, 사업부의 이익 수준이 Level-up 되고 있다.

생물자원: 글로벌 확대
및 축산 수익성 개선

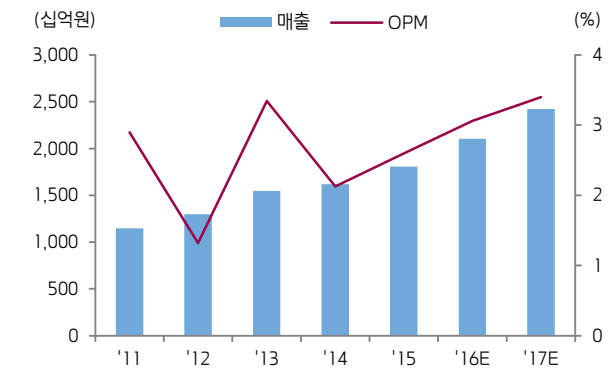
생물자원 사업부의 성장세와 수익성 개선도 긍정적이다. 2Q16 국내 매출은 YoY 2% 성장에 그쳤지만, 동남아 중심으로 글로벌 시장 공략이 가속화 됨에 따라, 전체 사업부 매출은 YoY 22% 성장하였다. 60% 후반 수준이었던 해외부문 매출 기여도는, 올해 상반기에 73%까지 확대되었고, 축산 부문의 수익성이 개선되면서 역대 두 번째로 높은 분기 OPM 4%를 기록하였다.

헬스케어 사업부 매출/수익성 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

생물자원 사업부 매출/수익성 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	117,018	129,245	146,584	160,774	175,566
매출원가	92,584	100,384	113,713	124,563	135,756
매출총이익	24,434	28,860	32,871	36,210	39,810
판매비및일반관리비	18,634	21,346	24,015	25,915	28,068
영업이익(보고)	5,799	7,514	8,856	10,295	11,741
영업이익(핵심)	5,799	7,514	8,856	10,295	11,741
영업외손익	-3,369	-3,866	-2,334	-2,614	-2,580
이자수익	280	146	135	137	135
배당금수익	34	62	62	63	62
외환이익	1,221	1,202	1,000	1,000	1,000
이자비용	1,970	1,805	1,732	1,701	1,670
외환손실	1,693	2,466	2,000	2,000	2,000
관계기업지분법손익	23	213	280	288	297
투자및기타자산처분손익	-166	-58	324	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-339	209	0	0	0
기타	-760	-1,369	-403	-402	-404
법인세차감전이익	2,430	3,648	6,522	7,680	9,162
법인세비용	1,051	1,111	1,992	2,053	2,449
유효법인세율 (%)	43.3%	30.5%	30.5%	26.7%	26.7%
당기순이익	1,379	2,537	4,530	5,627	6,713
지배주주지분순이익(억원)	920	1,893	3,318	4,285	5,306
EBITDA	10,275	12,350	14,160	15,860	17,552
현금순이익(Cash Earnings)	5,855	7,373	9,834	11,193	12,524
수정당기순이익	1,665	2,431	4,305	5,627	6,713
증감율(% YoY)					
매출액	7.9	10.4	13.4	9.7	9.2
영업이익(보고)	67.9	29.6	17.9	16.2	14.1
영업이익(핵심)	67.9	29.6	17.9	16.2	14.1
EBITDA	41.4	20.2	14.7	12.0	10.7
지배주주지분 당기순이익	-21.2	105.8	75.3	29.1	23.8
EPS	-21.3	105.2	59.2	29.1	23.8
수정순이익	N/A	46.1	77.1	30.7	19.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	6,886	11,546	9,780	10,153	12,657
당기순이익	1,379	2,537	4,530	5,627	6,713
감가상각비	3,612	3,945	4,248	4,458	4,657
무형자산상각비	865	891	1,056	1,108	1,154
외환손익	602	472	1,000	1,000	1,000
자산처분손익	-1,862	166	-324	0	0
지분법손익	347	-23	-280	-288	-297
영업활동자산부채 증감	-1,509	817	612	-690	493
기타	2,540	3,356	-1,062	-1,062	-1,063
투자활동현금흐름	-5,372	-6,930	-6,853	-7,572	-7,779
투자자산의 처분	-793	813	274	-81	93
유형자산의 처분	370	293	0	0	0
유형자산의 취득	-4,743	-6,735	-7,000	-7,350	-7,718
무형자산의 처분	-525	-641	0	0	0
기타	320	-660	-127	-140	-154
재무활동현금흐름	-1,414	-3,645	-1,804	-1,090	-1,334
단기차입금의 증가	-3,626	-11,962	0	0	0
장기차입금의 증가	4,044	7,568	-1,590	-1,000	-1,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-371	-422	-354	-354	-354
기타	-1,461	1,171	140	264	20
현금및현금성자산의순증가	41	938	1,123	1,491	3,545
기초현금및현금성자산	4,319	4,360	5,298	6,421	7,913
기말현금및현금성자산	4,360	5,298	6,421	7,913	11,457
Gross Cash Flow	8,395	10,728	9,169	10,842	12,164
Op Free Cash Flow	989	3,502	5,067	5,069	7,190

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	39,733	40,185	43,432	47,369	52,207
현금및현금성자산	4,360	5,298	6,421	7,913	11,457
유동금융자산	2,062	2,147	2,199	2,219	2,195
매출채권및유동채권	21,403	21,387	22,551	23,996	24,728
재고자산	10,656	10,976	11,821	12,760	13,300
기타유동비금융자산	1,251	377	440	482	527
비유동자산	94,093	97,328	99,888	102,551	105,241
장기매출채권및기타비유동채권	2,975	2,963	3,361	3,686	4,025
투자자산	8,593	8,814	9,154	9,566	9,857
유형자산	63,839	66,902	69,654	72,546	75,606
무형자산	17,509	17,373	16,318	15,210	14,056
기타비유동자산	1,176	1,275	1,402	1,543	1,697
자산총계	133,825	137,513	143,321	149,920	157,448
유동부채	41,224	43,357	44,746	45,724	46,785
매입채무및기타유동채무	14,972	16,710	18,951	20,786	22,698
단기차입금	15,682	14,407	14,407	14,407	14,407
유동성장기차입금	8,955	11,483	9,893	8,893	7,893
기타유동부채	1,616	758	1,495	1,637	1,786
비유동부채	43,102	40,303	40,546	40,894	41,002
장기매입채무및비유동채무	666	767	870	954	1,042
사채및장기차입금	34,836	31,572	31,572	31,572	31,572
기타비유동부채	7,600	7,964	8,104	8,368	8,388
부채총계	84,327	83,660	85,292	86,618	87,786
자본금	723	724	724	724	724
주식발행초과금	9,102	9,183	9,183	9,183	9,183
이익잉여금	21,872	23,342	26,454	30,528	35,618
기타자본	-1,848	-1,819	-1,819	-1,819	-1,819
지배주주지분자본총계	29,849	31,431	34,543	38,617	43,707
비지배주주지분자본총계	19,650	22,421	23,486	24,685	25,954
자본총계	49,499	53,852	58,029	63,302	69,662
순차입금	53,051	50,017	47,252	44,741	40,220
총차입금	59,473	57,462	55,872	54,872	53,872

투자지표

(단위: 원, 배, %)

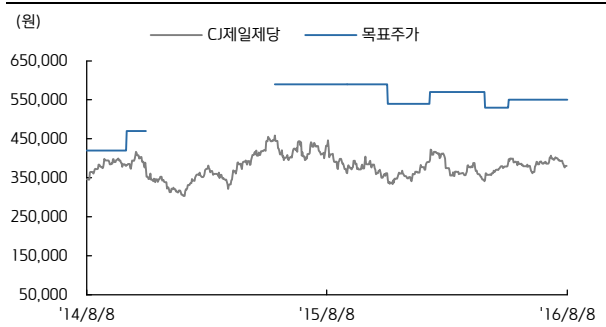
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	7,014	14,393	22,908	29,579	36,628
BPS	206,344	216,981	238,463	266,589	301,727
주당EBITDA	78,374	93,922	97,751	109,489	121,171
CFPS	44,655	56,069	67,889	77,269	86,457
DPS	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	43.7	26.2	16.6	12.9	10.4
PBR	1.5	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	11.4	9.8	8.4	7.2	6.1
PCFR	6.9	6.7	5.6	4.9	4.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.0	5.8	6.0	6.4	6.7
영업이익률(핵심)	5.0	5.8	6.0	6.4	6.7
EBITDA margin	8.8	9.6	9.7	9.9	10.0
순이익률	1.2	2.0	3.1	3.5	3.8
자기자본이익률(ROE)	2.8	4.9	8.1	9.3	10.1
투자자본이익률(ROIC)	3.4	5.4	6.3	7.5	8.4
안정성(%)					
부채비율	170.4	155.4	147.0	136.8	126.0
순차입금비율	107.2	92.9	81.4	70.7	57.7
이자보상배율(배)	2.9	4.2	5.1	6.1	7.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.8	6.0	6.7	6.9	7.2
재고자산회전율	11.3	11.9	12.9	13.1	13.5
매입채무회전율	8.2	8.2	8.2	8.1	8.1

- 당사는 8월 5일 현재 'CJ제일제당 (097950)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
CJ제일제당 (097950)	2014/08/04	BUY(Maintain)	420,000원
	2014/10/08	BUY(Maintain)	470,000원
	2014/11/06	BUY(Maintain)	470,000원
담당자변경	2015/06/08	BUY(Reinitiate)	590,000원
담당자변경	2015/09/08	BUY(Reinitiate)	590,000원
	2015/11/09	BUY(Maintain)	540,000원
	2015/11/24	BUY(Maintain)	540,000원
	2016/01/12	BUY(Maintain)	570,000원
	2016/01/13	BUY(Maintain)	570,000원
	2016/02/11	BUY(Maintain)	570,000원
	2016/04/05	BUY(Maintain)	530,000원
	2016/04/28	BUY(Maintain)	530,000원
	2016/05/11	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/06/28	BUY(Maintain)	550,000원
	2016/08/08	BUY(Maintain)	550,000원

목표주가 추이(4.5X8)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%