

2017. 6. 13



▲ 음식료

Analyst **김정욱**
02. 6098-6689
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 510,000 원
현재주가 (6.12) 373,500 원
상승여력 36.5%

KOSPI	2,357.87pt
시가총액	49,171억원
발행주식수	1,316만주
유동주식비율	59.09%
외국인비중	25.83%
52주 최고/최저가	406,500원 / 335,000원
평균거래대금	144.4억원

주요주주(%)

씨제이(주)(외6인)	37.80%
국민연금공단	12.80%
CJ제일제당 자사주	2.71%

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.33	-2.73	0.13
상대주가	1.51	-18.94	-14.60

주가그래프



CJ제일제당 097950

적시적소(適時適所)의 투자로 성장동력 확보!

- ✓ 농축대두단백(SPC) 글로벌 1위인 SELECTA사 적소(適所)투자
- ✓ SELECTA인수는 농축대두단백(SPC)을 생산하는 글로벌 1위(M/S 38%) 기업
- ✓ 고성장 시장(HMR, 냉동)의 선점을 위한 진천식품공장 적시(適時)투자
- ✓ 품목별로 가동률이 80~100%에 달해 증설은 필수적인 상황
- ✓ 적시적소(適時適所)의 투자 재개, 신성장 동력 확보 측면에서 긍정적

농축대두단백(SPC) 글로벌 1위인 SELECTA 사 적소(適所)투자

SELECTA인수는 농축대두단백(SPC, Soy Protein Concentrate)을 생산하는 글로벌 1위(M/S 38%) 기업에 대한 적소(適所)투자로 판단한다. SELECTA는 16년 기준 매출액 3,794억원, 영업이익 580억원, 순이익 499억원의 양호한 실적을 기록했다. 지분투자는 CJ제일제당 2,100억원(53% 지분율), COPA펀드 1,500억원(37%지분율)의 투자가 이뤄진다. SPC는 사료원재료 중 어분(고단백 생선분말)을 대체하는 소재로 정제된 어분(성장률 0.0% 예상)과 달리 10% 이상의 지속적인 성장이 예상되는 산업이다. 특히 SELECTA사는 SPC 산업내에서 입지, 물류, 영업 경쟁력을 확보 지난 3년간 평균 11.4%의 고마진을 유지했다.

고성장 시장(HMR, 냉동)의 선점을 위한 진천식품공장 적시(適時)투자

진천 식품통합기지 신설은 고성장 시장(HMR, 냉동식품)의 선점을 위한 적시(適時)투자로 판단한다. 20년까지 5,410억원 투자를 통해 진천 식품통합기지 신설이 이뤄질 계획이다. 2020년 목표 매출액은 5,000억원, 영업이익은 560억원(OPM 11.2%)이다. 시생산은 18.10월, 매출인식은 2019년부터 예상된다. 주요품목은 핫반, 만두, 조리냉동, 조리육이며 품목별로 가동률이 80~100%에 달해 증설은 필수적인 상황이다. 20년 까지 핫반 20.1%, HMR 26.4%, 조리냉동 12.7%의 CAGR 고성장이 예상되는데 1인 가구, 여성경제인구 증가 등 구조적인 변화와 동행할 전망이다.

적시적소(適時適所)의 투자 재개, 신성장 동력 확보 측면에서 긍정적

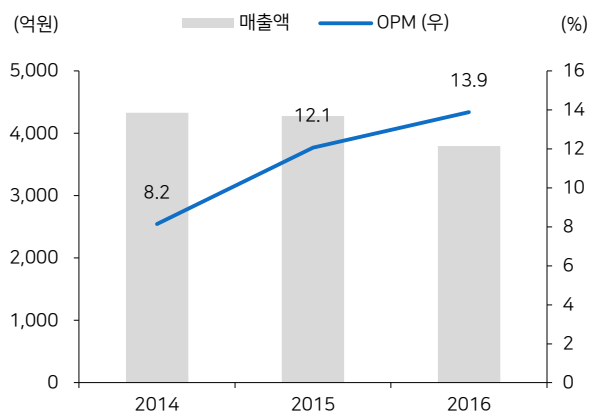
투자의견 Buy와 적정주가 510,000원 유지한다. 자금조달에 대한 시장의 우려가 상존하지만 가동률 90% 상황인 가공식품, 내수시장이 정제된 소재식품의 성장을 위한 필수적인 투자로 판단한다. 최근 주가는 음식료 지수 상승과 동반했으나 여전히 PER 13.1배로 음식료 평균 18.0배 대비 30% 할인된 저평가 국면으로 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	12,924.5	751.4	189.3	14,136	107.7	216,981	26.7	1.7	10.1	6.2	155.4
2016	14,563.3	843.6	275.9	20,708	46.5	235,302	17.3	1.5	9.6	8.4	160.1
2017E	16,197.9	930.1	379.5	28,567	38.0	247,925	13.1	1.5	7.9	10.8	156.9
2018E	17,369.2	1,134.5	518.2	39,104	36.9	281,237	9.6	1.3	6.6	13.5	143.2
2019E	18,609.6	1,253.1	587.2	44,349	13.4	319,315	8.4	1.2	5.9	13.5	130.1

농축대두단백(SPC) 글로벌 1 위인 SELECTA 사 적소(適所)투자

SELECTA인수는 농축대두단백(SPC, Soy Protein Concentrate)을 생산하는 글로벌 1위(M/S 38%) 기업에 대한 적소(適所)투자로 판단한다. SELECTA는 16년 기준 매출액 3,794억원, 영업이익 580억원, 순이익 499억원의 양호한 실적을 기록했다. CJ제일제당이 2,100억원(53% 지분율), COPA펀드 1,500억원(37%지분율) 투자가 이뤄지며 원활한 인수인계를 위해 10% 지분은 기존 주주가 2년간 유지하는 구조이다. SPC는 사료원재료 중 어분(고단백 생선분말)을 대체하는 소재로 정제된 어분(성장률 0.0% 예상)과 달리 10% 이상의 지속적인 성장이 예상되는 산업군이다. 특히 SELECTA사는 SPC 산업내에서 입지, 물류, 영업 경쟁력을 확보 지난 3년간 평균 11.4%의 고마진을 유지했다. 2020년 이후는 추가적인 증설을 통한 M/S 40% 달성이 예상되는 점도 긍정적이다.

그림1 SELECTA 매출액과 영업이익 추이



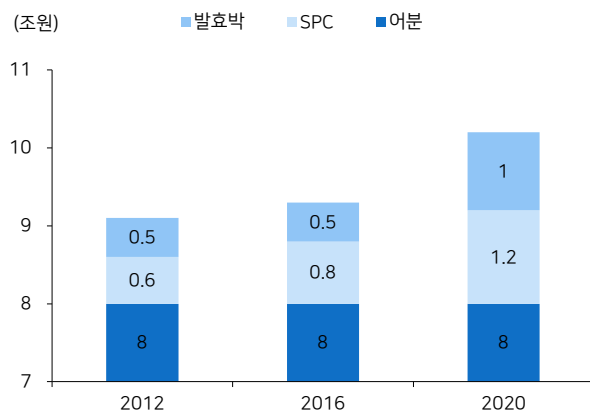
자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SELECTA 순이익 추이



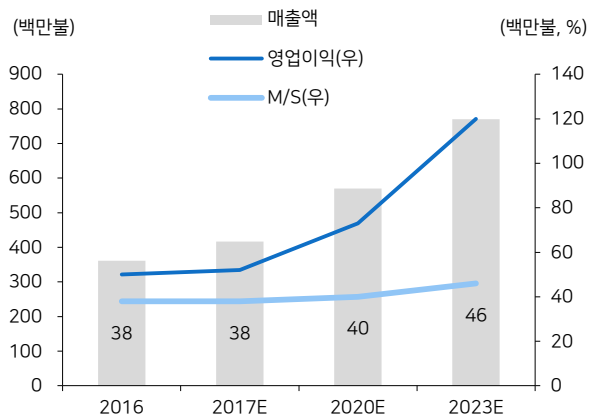
자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 단백질 사료 원료 시장의 부분별 시장규모 전망



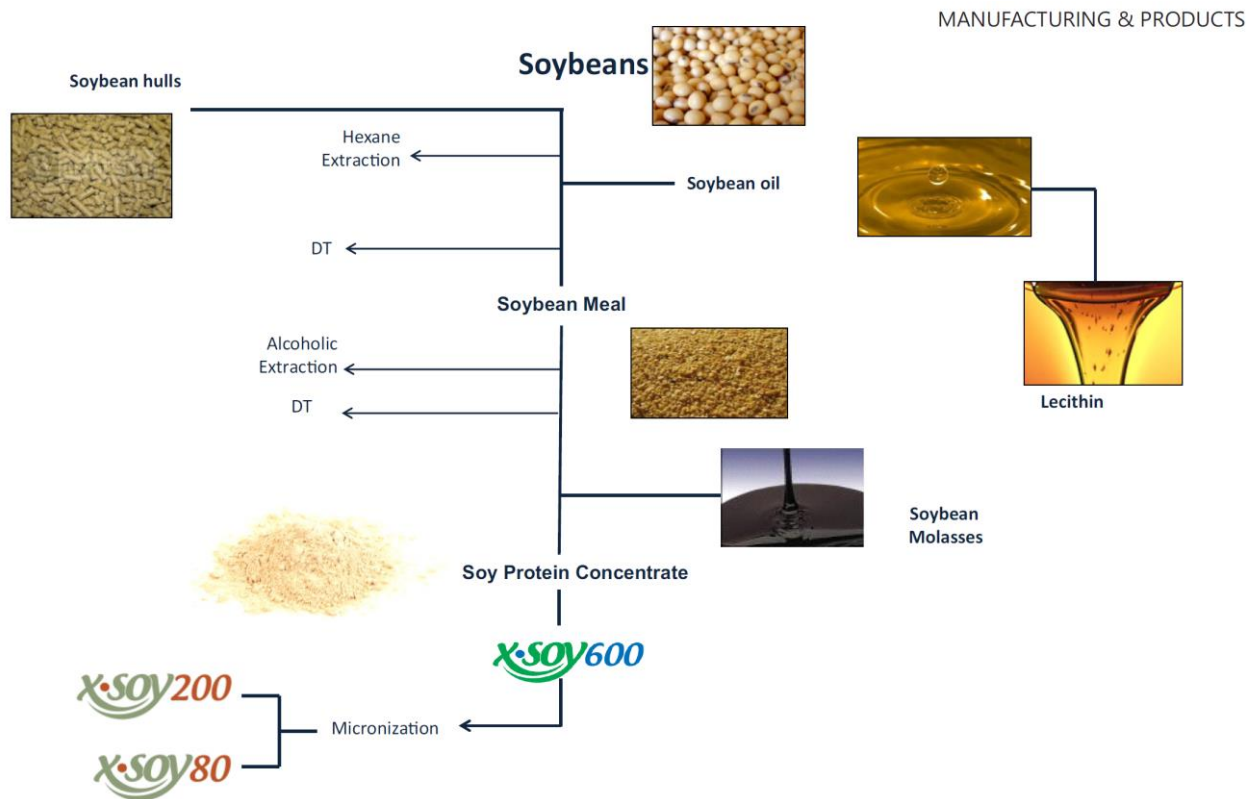
자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 증설을 반영한 SELECTA 실적 성장 전망



자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 제SELECTA의 SPC(Soy Protein Concentrate) 및 X-Soy 제조 과정



자료: SELECTA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 SELECTA 공장 전경



자료: SELECTA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 일반 Soybean Meal 대비 높은 SPC의 단백질 함유량

Products	Full fat soybeans	Dehulled SBM	Nonderhulled SBM	Extruded-expelled SBM	Enzyme treated SBM	Fermented SBM	Soy protein concentrate	Soy protein isolate
Dry Matter	92.36	89.98	88.79	93.85	92.70	92.88	92.64	93.71
Crude Protein	37.56	47.73	43.90	44.56	55.62	54.07	65.20	84.78
Ether Extract	20.18	1.52	1.24	5.69	1.82	2.30	1.05	2.76
Carbohydrates and Lignin	29.73	34.46	37.27	37.90	28.21	29.53	20.28	2.00
Ash	4.89	6.27	6.38	5.70	7.05	6.98	6.11	4.17

자료: SELECTA, 메리츠증권 리서치센터

그림8 SELECTA의 물류, 원가, 영업망, 원재료 소싱 경쟁력

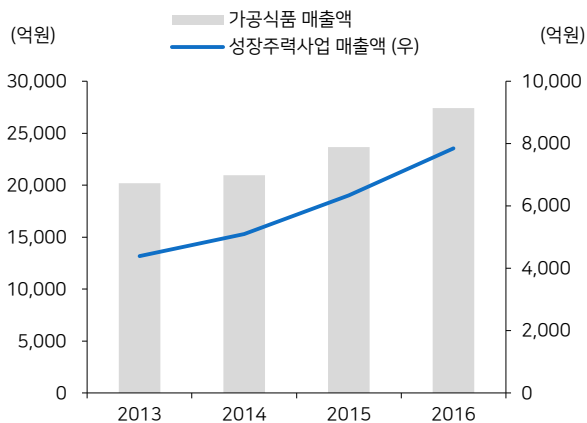


자료: SELECTA, 메리츠증권 리서치센터

고성장 시장(HMR, 냉동)의 선점을 위한 진천식품공장 적시(適時)투자

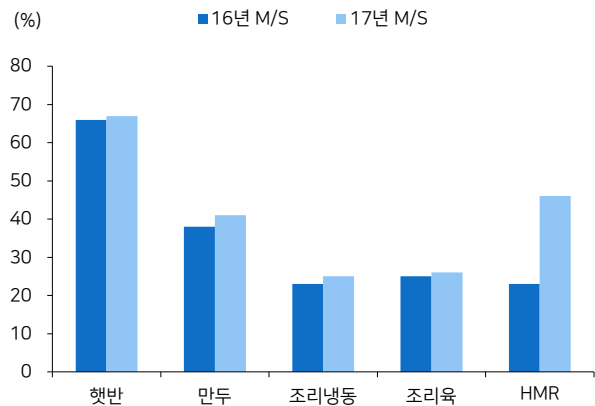
진천 식품통합기지 신설은 고성장 시장(HMR, 냉동식품)의 선점을 위한 적시(適時)투자로 판단한다. 20년까지 5,410억원 투자를 통해 진천 식품통합기지 신설이 이뤄질 계획이다. 2020년 목표 매출액은 5,000억원, 영업이익은 560억원(OPM 11.2%)이다. 시생산은 18.10월, 매출 인식은 2019년부터 예상된다. 주요품목은 햇반, 만두, 조리냉동, 조리육이며 품목별로 가동률이 80~100%에 달해 증설은 필수적인 상황이다. 20년 까지 햇반 20.1%, HMR 26.4%, 조리냉동 12.7%의 CAGR 고성장이 예상되는데 1인 가구, 여성경제인구 증가 등 구조적인 변화와 동행할 전망이다. 진천 송두단지 25만평 중 10만평 부지에 신규생산 기지를 구축할 계획이다. 진천 공장은 국내 수요를 충당하는데 주력할 계획이며 향후 글로벌은 M&A를 통한 성장이 예상된다. 16년 가공식품 매출액은 2,7조원 글로벌 비중 14%이며 20년 목표는 매출 9조원(M&A 3.3조원), 글로벌 비중 47%가 목표이다. 연도별 투자계획은 17년 1,995억원, 18년 2,734억원, 19년 504억원, 20년 177억원 총 5,410억원이다.

그림9 가공식품 성장을 초과하는 성장주력사업 성장



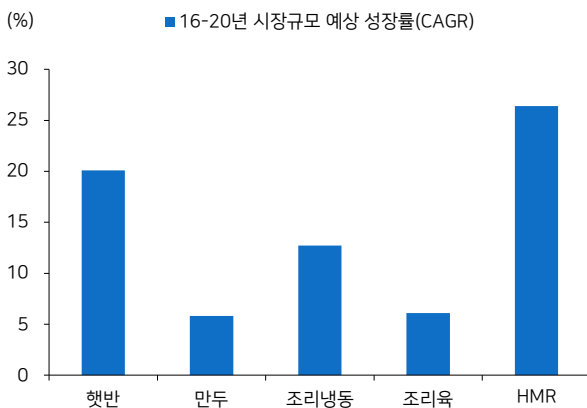
자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 성장주력사업군 제품별 16~17년 M/S



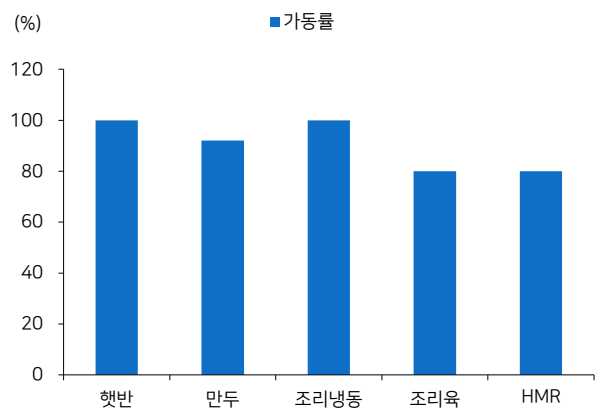
자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 성장주력제품군 국내 시장의 예상 16-20년 예상성장률



자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 성장주력제품군 가동률



자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터

CJ 제일제당(097950)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	12,924.5	14,563.3	16,197.9	17,369.2	18,609.6
매출액증가율 (%)	10.4	12.7	11.2	7.2	7.1
매출원가	10,038.4	11,275.2	12,528.3	13,352.4	14,305.9
매출총이익	2,886.0	3,288.1	3,669.5	4,016.8	4,303.7
판매비와관리비	2,134.6	2,444.5	2,739.4	2,882.4	3,050.6
영업이익	751.4	843.6	930.1	1,134.5	1,253.1
영업이익률 (%)	5.8	5.8	5.7	6.5	6.7
금융수익	-263.4	-212.1	-170.7	-213.0	-213.0
종속/관계기업관련손익	21.3	1.0	45.0	73.7	88.7
기타영업외손익	-144.5	-104.1	-170.0	-126.4	-126.4
세전계속사업이익	364.8	528.4	634.4	868.8	1,002.4
법인세비용	111.1	174.8	184.2	252.3	291.1
당기순이익	253.7	353.5	450.2	616.5	711.3
지배주주지분 손이익	189.3	275.9	379.5	518.2	587.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,018.5	4,880.7	5,310.0	6,172.2	7,156.9
현금및현금성자산	529.8	644.4	559.4	1,078.1	1,699.0
매출채권	1,623.2	2,028.6	2,274.8	2,439.3	2,613.5
재고자산	1,097.6	1,280.2	1,435.5	1,539.4	1,649.3
비유동자산	9,732.8	10,885.5	10,698.3	10,393.4	10,075.4
유형자산	6,690.2	7,280.5	7,077.2	6,801.0	6,503.5
무형자산	1,737.3	2,333.8	2,212.7	2,117.9	2,027.2
투자자산	739.6	816.6	915.7	981.9	1,052.0
자산총계	13,751.3	15,766.2	16,008.3	16,565.6	17,232.3
유동부채	4,335.7	4,699.2	4,561.6	4,703.9	4,856.3
매입채무	849.0	1,113.7	1,248.9	1,339.2	1,434.9
단기차입금	1,440.7	1,801.5	1,503.3	1,503.3	1,503.3
유동성장기부채	1,148.3	773.3	675.9	645.9	615.9
비유동부채	4,030.3	5,006.5	5,216.1	5,050.1	4,888.4
사채	2,241.7	2,898.8	3,061.3	2,851.3	2,641.3
장기차입금	847.5	1,155.2	1,009.8	979.8	949.8
부채총계	8,366.0	9,705.8	9,777.6	9,753.9	9,744.7
자본금	72.4	72.4	72.5	72.5	72.5
자본잉여금	922.8	924.5	925.4	925.4	925.4
기타포괄이익누계액	108.9	147.8	22.3	22.3	22.3
이익잉여금	2,334.2	2,566.5	2,875.1	3,357.9	3,909.7
비지배주주지분	2,242.1	2,651.1	2,637.6	2,735.9	2,859.9
자본총계	5,385.2	6,060.5	6,230.6	6,811.7	7,487.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,154.6	800.1	982.2	1,340.4	1,398.4
당기순이익(손실)	253.7	353.5	450.2	616.5	711.3
유형자산감가상각비	394.5	436.6	653.2	696.3	667.4
무형자산상각비	89.1	94.7	99.3	94.8	90.7
운전자본의 증감	155.3	-178.1	-294.4	-67.1	-71.1
투자활동 현금흐름	-693.0	-1,408.9	-649.6	-519.4	-475.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-673.5	-845.4	-653.3	-450.0	-400.0
투자자산의 감소(증가)	-43.7	-77.0	-99.1	-66.2	-70.1
재무활동 현금흐름	-364.5	725.9	-396.4	-302.4	-302.2
차입금증감	-203.9	926.8	-292.3	-267.0	-266.8
자본의증가	8.5	1.7	1.0	0.0	0.0
현금의증가	93.8	114.6	-84.9	518.6	620.9
기초현금	436.0	529.8	644.4	559.4	1,078.1
기말현금	529.8	644.4	559.4	1,078.1	1,699.0

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	982,900	1,106,570	1,230,412	1,319,349	1,413,569
EPS(지배주주)	14,136	20,708	28,567	39,104	44,349
CFPS	89,425	99,546	110,176	126,078	133,730
EBITDAPS	93,922	104,471	127,811	146,260	152,773
BPS	216,981	235,302	247,925	281,237	319,315
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	26.7	17.3	13.1	9.6	8.4
PCR	4.2	3.6	3.4	3.0	2.8
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	1.7	1.5	1.5	1.3	1.2
EBITDA	1,235.0	1,374.9	1,682.6	1,925.5	2,011.3
EV/EBITDA	10.1	9.6	7.9	6.6	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.2	8.4	10.8	13.5	13.5
EBITDA 이익률	9.6	9.4	10.4	11.1	10.8
부채비율	155.4	160.1	156.9	143.2	130.1
금융비용부담률	1.4	1.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	4.2	4.7	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율(x)	8.1	8.0	7.5	7.4	7.4
재고자산회전율(x)	11.9	12.2	11.9	11.7	11.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 6월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주권사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 6월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 6월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김정옥)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

CJ 제일제당(097950) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.20	산업브리프	Buy	500,000	송광수	
2015.08.05	기업브리프	Buy	500,000	송광수	
2015.10.02	기업브리프	Buy	500,000	송광수	
2015.10.14	산업분석	Buy	500,000	송광수	
				담당자변경	
2016.04.19	산업분석	Buy	450,000	김정옥	
2016.05.11	기업브리프	Buy	450,000	김정옥	
2016.08.08	기업브리프	Buy	450,000	김정옥	
2016.11.03	기업브리프	Buy	450,000	김정옥	
2016.11.28	산업분석	Buy	510,000	김정옥	
2016.11.30	산업분석	Buy	510,000	김정옥	
2017.02.10	기업브리프	Buy	510,000	김정옥	
2017.04.18	산업분석	Buy	510,000	김정옥	
2017.05.12	기업브리프	Buy	510,000	김정옥	
2017.06.05	산업분석	Buy	510,000	김정옥	
2017.06.13	기업브리프	Buy	510,000	김정옥	