



## ▲ 음식료

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

## Buy

적정주가 (12개월)	510,000 원
현재주가 (8.4)	354,000 원
상승여력	44.1%
KOSPI	2,395.45pt
시가총액	46,615억원
발행주식수	1,317만주
유동주식비율	59.11%
외국인비중	26.48%
52주 최고/최저가	406,500원 / 335,000원
평균거래대금	144.4억원
주요주주(%)	
씨제이(주)(외6인)	37.80%
국민연금공단	13.15%
CJ제일제당 자사주	2.71%
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-1.26 -0.56 -5.98
상대주가	-2.12 -16.92 -14.39

## 주가그래프



(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	15,965.9	848.5	313.6	23,561	13.8	243,330	15.0	1.5	8.1	9.0	157.7
2018E	17,082.4	998.4	387.3	29,155	23.7	267,605	12.1	1.3	6.9	10.5	146.4
2019E	18,285.3	1,109.9	449.1	33,846	16.1	296,143	10.5	1.2	6.2	11.0	135.1

## CJ제일제당 097950

## 2Q17 Review: 아쉬운 실적이지만, 포기하기엔 이르다

- ✓ 1Q17에 이어 부진한 실적이 지속, 영업이익은 컨센서스와 당사 추정치를 각각 17.9%, 8.3% 하회
- ✓ 3Q17의 주요데이터(곡물가, 아미노산 가격, 해외 축산 시세)와 동사의 수익성 개선 의지를 감안한다면 3Q17은 QoQ, YoY 실적 개선 예상
- ✓ 3Q17 사료부문을 제외한 전 부문 전년대비 성장 전환을 기대
- ✓ 주가는 다시 박스권 하단, 본격적인 실적 개선은 3Q17 이후라는 전망은 유효

## 예상대로 부진했지만 소재, 사료부문의 부진 정도가 예상치를 상회

2Q17 실적(대통제외 연결)은 매출액 23,270억원(+5.5% YoY), 영업이익 1,041억원(-31.6% YoY)을 기록했다. CJ대한통운을 포함한 연결실적은 매출액 39,089억원 (+8.3% YoY), 영업이익 1,644억원(-21.9% YoY)을 기록했다. 1Q17에 이어 부진한 실적이 지속됐으며 연결 영업이익은 컨센서스와 당사 추정치를 각각 17.9%, 8.3% 하회했다. 소재식품과 사료부문의 부진이 예상보다 컸고, 가공식품도 중국법인의 사드 영향과 국내 판촉/광고비 집행으로 수익성이 부진했다. 2분기 실적이 크게 부진했지만 3Q17의 주요데이터(곡물가, 아미노산 가격, 해외 축산 시세)와 동사의 수익성 개선 의지를 감안한다면 3Q17은 QoQ, YoY 개선의 기대감은 아직 유효하다.

## 3Q17 사료부문을 제외한 전 부문 전년대비 성장 전환을 기대

3Q17 가공식품은 ①HMR 고성장, ②주력제품 점유율 확대, ③양호한 해외성장, ④추석 선물세트 효과로 15%~16%의 외형성장이 예상된다. 선물세트 반품효과의 이 연과 사드 영향 해소도 수익성 회복에 기여할 전망이다. 소재부문은 영업이익 326억원을 기록하며 성장전환을 예상한다. 원당과 대두가 11~12% 전년비 하락 투입되는 가운데 셀렉타 인수효과로 50~60억원 영업이익 증가 효과가 발생할 전망이다. 해외바이오는 라이신, 메티오닌 가격 회복, 핵산, 트립토판, 발린의 고수익성 유지가 예상되며, 사료부문은 전년비 감익은 이어지지만 2Q17 최악의 시기는 지났다고 판단한다.

## 주가는 다시 박스권 하단, 본격적인 실적 개선은 3Q17 이후 전망은 유효

투자의견 Buy와 적정주가 510,000원을 유지한다. 2Q17 실적은 영업이익 감익이 확대되며 부진했지만, 3Q17 회복의 기대감은 아직 유효하다. 주가는 재차 박스권 하단수준이며 실적 개선 전망을 포기하기엔 아직 이를 시점으로 판단한다.

표1 CJ제일제당 실적 추이

(억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>129,245</b>	<b>35,340</b>	<b>36,096</b>	<b>36,791</b>	<b>37,406</b>	<b>145,633</b>	<b>38,665</b>	<b>39,089</b>	<b>40,889</b>	<b>41,015</b>	<b>159,659</b>	<b>170,824</b>	<b>182,853</b>
식품	41,504	11,598	11,035	12,439	11,053	46,125	13,238	11,815	13,865	12,170	51,088	54,774	58,639
가공식품	23,680	6,821	6,304	7,660	6,638	27,423	7,824	7,133	8,847	7,534	31,338	34,629	38,092
소재식품	17,824	4,777	4,731	4,779	4,415	18,702	5,414	4,682	5,018	4,636	19,750	20,145	20,548
생명공학	21,964	5,459	5,813	5,859	6,028	23,159	5,753	6,009	6,042	6,300	24,104	25,202	27,161
제약	4,567	1,177	1,255	1,299	1,412	5,143	1,230	1,317	1,370	1,497	5,414	5,685	5,969
해외 바이오	17,397	4,282	4,558	4,560	4,616	18,016	4,523	4,692	4,671	4,804	18,690	19,517	21,192
사료	18,054	4,892	5,214	4,786	5,237	20,129	5,004	5,446	5,073	5,499	21,022	23,124	25,437
대한통운/기타	47,723	13,391	14,034	13,707	15,088	56,220	14,670	15,819	15,909	17,046	63,444	67,724	71,616
(% YoY)	10.4	13.3	14.0	9.3	14.3	12.7	9.4	8.3	11.1	9.6	9.6	7.0	7.0
식품	8.1	10.6	11.1	8.0	15.5	11.1	14.1	7.1	11.5	10.1	10.8	7.2	7.1
가공식품	12.9	17.1	15.1	11.6	20.4	15.8	14.7	13.2	15.5	13.5	14.3	10.5	10.0
소재식품	2.3	2.5	6.1	2.7	8.9	4.9	13.3	-1.0	5.0	5.0	5.6	2.0	2.0
생명공학	15.1	7.5	6.4	2.3	5.9	5.4	5.4	3.4	3.1	4.5	4.1	4.6	7.8
제약	6.2	11.1	11.1	16.6	11.7	12.6	4.5	4.9	5.5	6.0	5.3	5.0	5.0
해외 바이오	17.7	6.6	5.1	-1.2	4.2	3.6	5.6	2.9	2.4	4.1	3.7	4.4	8.6
사료	11.6	10.4	22.1	6.4	7.9	11.5	2.3	4.4	6.0	5.0	4.4	10.0	10.0
대한통운/기타	7.0	19.5	17.2	15.0	19.6	17.8	9.6	12.7	16.1	13.0	12.9	6.7	5.7
<b>매출원가</b>	<b>100,385</b>	<b>27,074</b>	<b>28,061</b>	<b>28,077</b>	<b>29,539</b>	<b>112,751</b>	<b>30,082</b>	<b>30,956</b>	<b>31,204</b>	<b>31,856</b>	<b>124,098</b>	<b>132,212</b>	<b>141,522</b>
<b>매출원가율(%)</b>	<b>77.7</b>	<b>76.6</b>	<b>77.7</b>	<b>76.3</b>	<b>77.7</b>	<b>77.4</b>	<b>77.8</b>	<b>79.2</b>	<b>76.3</b>	<b>77.7</b>	<b>77.7</b>	<b>77.4</b>	<b>77.4</b>
<b>판관비</b>	<b>21,346</b>	<b>5,938</b>	<b>5,929</b>	<b>6,281</b>	<b>6,298</b>	<b>24,445</b>	<b>6,658</b>	<b>6,489</b>	<b>7,033</b>	<b>6,895</b>	<b>27,075</b>	<b>28,628</b>	<b>30,232</b>
<b>판관비율(%)</b>	<b>16.5</b>	<b>16.8</b>	<b>16.4</b>	<b>17.1</b>	<b>16.8</b>	<b>16.8</b>	<b>17.2</b>	<b>16.6</b>	<b>17.2</b>	<b>16.8</b>	<b>17.0</b>	<b>16.8</b>	<b>16.5</b>
<b>영업이익</b>	<b>7,514</b>	<b>2,328</b>	<b>2,106</b>	<b>2,433</b>	<b>1,569</b>	<b>8,436</b>	<b>1,925</b>	<b>1,644</b>	<b>2,652</b>	<b>2,264</b>	<b>8,485</b>	<b>9,984</b>	<b>11,099</b>
식품	3,485	1,181	844	1,143	351	3,519	870	542	1,388	742	3,542	3,880	4,219
가공식품	2,188	751	565	940	439	2,695	782	517	1,062	603	2,964	3,275	3,603
소재식품	1,297	430	279	203	-88	824	88	25	326	139	578	604	616
생명공학	1,911	498	469	537	595	2,099	559	508	569	711	2,347	2,886	3,138
제약	523	184	171	139	185	679	181	179	151	217	728	767	806
해외바이오	1,388	314	298	398	410	1,420	378	329	418	494	1,619	2,118	2,332
사료	469	151	208	181	87	627	13	-9	76	110	190	347	509
대한통운/기타	1,649	498	585	572	536	2,191	483	603	619	702	2,407	2,871	3,233
(% YoY)	29.6	3.3	9.9	9.4	40.3	12.3	-17.3	-21.9	9.0	44.3	0.6	17.7	11.2
식품	8.1	6.6	6.3	-13.3	33.0	1.0	-26.3	-35.8	21.4	111.3	0.6	9.5	8.8
가공식품	-5.0	12.8	11.7	11.6	152.5	23.2	4.2	-8.5	12.9	37.2	10.0	10.5	10.0
소재식품	40.8	-2.7	-3.1	-57.5	-198.1	-36.5	-79.6	-91.1	60.7	-257.5	-29.9	4.6	2.0
생명공학	155.3	-20.3	-22.1	56.7	74.5	9.9	12.2	8.3	6.0	19.4	11.8	23.0	8.7
제약	2.3	52.1	36.8	26.4	10.8	29.8	-1.6	4.7	8.5	17.3	7.2	5.5	5.0
해외 바이오	484.5	-37.7	-37.5	71.1	135.6	2.3	20.4	10.4	5.1	20.4	14.0	30.8	10.1
사료	36.3	62.4	58.8	67.6	-36.5	33.7	-91.4	-104.3	-58.0	26.4	-69.7	82.5	46.7
대한통운/기타	11.2	16.4	50.0	25.7	42.5	32.8	-3.0	3.1	8.3	30.9	9.9	19.3	12.6
<b>영업이익률(%)</b>	<b>5.8</b>	<b>6.6</b>	<b>5.8</b>	<b>6.6</b>	<b>4.2</b>	<b>5.8</b>	<b>5.0</b>	<b>4.2</b>	<b>6.5</b>	<b>5.5</b>	<b>5.3</b>	<b>5.8</b>	<b>6.1</b>
식품	8.4	10.2	7.6	9.2	3.2	7.6	6.6	4.6	10.0	6.1	6.9	7.1	7.2
가공식품	9.2	11.0	9.0	12.3	6.6	9.8	10.0	7.3	12.0	8.0	9.5	9.5	9.5
소재식품	7.3	9.0	5.9	4.2	-2.0	4.4	1.6	0.5	6.5	3.0	2.9	3.0	3.0
생명공학	8.7	9.1	8.1	9.2	9.9	9.1	9.7	8.5	9.4	11.3	9.7	11.5	11.6
제약	11.5	15.6	13.6	10.7	13.1	13.2	14.7	13.6	11.0	14.5	13.4	13.5	13.5
해외 바이오	8.0	7.3	6.5	8.7	8.9	7.9	8.4	7.0	9.0	10.3	8.7	10.9	11.0
사료	2.6	3.1	4.0	3.8	1.7	3.1	0.3	-0.2	1.5	2.0	0.9	1.5	2.0
대한통운/기타	3.5	3.7	4.2	4.2	3.6	3.9	3.3	3.8	3.9	4.1	3.8	4.2	4.5

자료: CJ제일제당, 메리츠증권 리서치센터

표2 CJ제일제당 2Q17 Earnings Review

(십억원)	2Q17P	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,908.9	3,609.6	8.3	3,866.5	1.1	3,921.5	-0.3	3,884.8	0.6
영업이익	164.4	210.6	-21.9	192.5	-14.6	179.2	-8.3	200.1	-17.9
지배순이익	21.1	42.3	-50.0	82.0	-74.2	36.4	-41.9	61.5	-65.6

자료: CJ제일제당, 메리츠증권 리서치센터

## CJ 제일제당(097950)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	12,924.5	14,563.3	15,965.9	17,082.4	18,285.3
매출액증가율 (%)	10.4	12.7	9.6	7.0	7.0
매출원가	10,038.4	11,275.2	12,409.9	13,221.2	14,152.2
매출총이익	2,886.0	3,288.1	3,556.0	3,861.2	4,133.1
판매비와관리비	2,134.6	2,444.5	2,707.5	2,862.8	3,023.2
영업이익	751.4	843.6	848.5	998.4	1,109.9
영업이익률 (%)	5.8	5.8	5.3	5.8	6.1
금융수익	-263.4	-212.1	-170.7	-170.7	-170.7
종속/관계기업관련손익	21.3	1.0	26.7	36.7	46.7
기타영업외손익	-144.5	-104.1	-170.0	-170.0	-170.0
세전계속사업이익	364.8	528.4	534.6	694.4	815.9
법인세비용	111.1	174.8	161.2	209.4	246.1
당기순이익	253.7	353.5	373.3	485.0	569.8
지배주주지분 순이익	189.3	275.9	313.6	387.3	449.1

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,154.6	800.1	925.9	1,212.6	1,259.6
당기순이익(손실)	253.7	353.5	373.3	485.0	569.8
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	-273.8	-63.4	-68.4
투자활동 현금흐름	-693.0	-1,408.9	-619.0	-514.0	-471.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-673.5	-845.4	-653.3	-450.0	-400.0
투자자산의 감소(증가)	-43.7	-77.0	-78.8	-62.6	-67.5
재무활동 현금흐름	-364.5	725.9	-397.3	-302.6	-302.4
차입금증감	-203.9	926.8	-293.2	-267.2	-266.9
자본의증가	8.5	1.7	1.0	0.0	0.0
현금의증가	93.8	114.6	-111.6	396.0	486.0
기초현금	436.0	529.8	644.4	532.8	928.8
기말현금	529.8	644.4	532.8	928.8	1,414.8

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,018.5	4,880.7	5,177.9	5,898.7	6,734.7
현금및현금성자산	529.8	644.4	532.8	928.8	1,414.8
매출채권	1,623.2	2,028.6	2,224.3	2,379.9	2,547.5
재고자산	1,097.6	1,280.2	1,403.7	1,501.8	1,607.6
비유동자산	9,732.8	10,885.5	10,677.9	10,369.5	10,048.8
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	895.4	958.0	1,025.5
자산총계	13,751.3	15,766.2	15,855.8	16,268.2	16,783.5
유동부채	4,335.7	4,699.2	4,508.7	4,641.6	4,787.1
매입채무	849.0	1,113.7	1,221.2	1,306.6	1,398.6
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	5,193.4	5,023.3	4,858.7
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	9,702.1	9,664.9	9,645.8
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	2,809.2	3,161.1	3,574.8
비지배주주지분	2,242.1	2,651.1	2,626.6	2,724.2	2,845.0
자본총계	5,385.2	6,060.5	6,153.7	6,603.3	7,137.7

## Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	982,900	1,106,570	1,212,620	1,297,267	1,388,616
EPS(지배주주)	14,136	20,708	23,561	29,155	33,846
CFPS	89,425	99,546	102,574	112,806	119,535
EBITDAPS	93,922	104,471	121,597	135,892	141,862
BPS	216,981	235,302	243,330	267,605	296,143
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	15.0	12.1	10.5
PCR	4.2	3.6	3.5	3.1	3.0
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	1,601.0	1,789.4	1,868.0
EV/EBITDA	10.1	9.6	8.1	6.9	6.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.2	8.4	9.0	10.5	11.0
EBITDA 이익률	9.6	9.4	10.0	10.5	10.2
부채비율	155.4	160.1	157.7	146.4	135.1
금융비용부담률	1.4	1.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	4.2	4.7			
매출채권회전율(X)	8.1	8.0	7.5	7.4	7.4
재고자산회전율(X)	11.9	12.2	11.9	11.8	11.8

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 8월 7일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 8월 7일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 8월 7일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김정욱)

동 자료는 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)

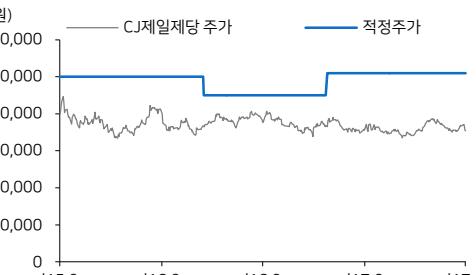
기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**CJ 제일제당(097950) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.10.02	기업브리프	Buy	500,000	송광수	(원) 600,000 500,000 400,000 300,000 200,000 100,000 0
2015.10.14	산업분석	Buy	500,000	송광수	
2016.04.19	산업분석	Buy	450,000	김정욱	
2016.05.11	기업브리프	Buy	450,000	김정욱	
2016.08.08	기업브리프	Buy	450,000	김정욱	
2016.11.03	기업브리프	Buy	450,000	김정욱	
2016.11.28	산업분석	Buy	510,000	김정욱	
2016.11.30	산업분석	Buy	510,000	김정욱	
2017.02.10	기업브리프	Buy	510,000	김정욱	
2017.04.18	산업분석	Buy	510,000	김정욱	
2017.05.12	기업브리프	Buy	510,000	김정욱	
2017.06.05	산업분석	Buy	510,000	김정욱	
2017.06.13	기업브리프	Buy	510,000	김정욱	
2017.07.19	산업분석	Buy	510,000	김정욱	
2017.08.07	기업브리프	Buy	510,000	김정욱	