



BUY(Maintain)

목표주가: 480,000원

주가(9/29): 354,500원

시가총액: 48,702억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 김승우

02) 3787-4705 seungwoo@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/29)		2,394.47pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	390,500원	335,000원
등락률	-9.22%	5.82%
수익률	절대	상대
1W	-1.0%	-2.2%
6M	0.3%	-9.2%
1Y	-3.5%	-16.7%

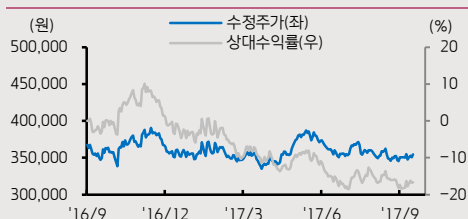
Company Data

발행주식수	14,496천주
일평균 거래량(3M)	30천주
외국인 지분율	26.40%
배당수익률(17E)	0.71%
BPS(17E)	253,857원
주요 주주	CJ주식회사 외
	국민연금공단
	34.3%
	13.2%

투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	129,245	145,633	161,589	179,022
보고영업이익	7,514	8,436	8,292	10,202
핵심영업이익	7,514	8,436	8,292	10,202
EBITDA	12,350	13,749	13,939	16,180
세전이익	3,648	5,284	5,488	7,489
순이익	2,537	3,535	3,745	5,092
지배주주지분순이익	1,893	2,759	2,905	3,982
EPS(원)	13,073	19,044	20,044	27,471
증감률(%YoY)	105.3	45.7	5.3	37.1
PER(배)	28.9	18.8	17.7	12.9
PBR(배)	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	9.8	8.7	8.8	7.6
보고영업이익률(%)	5.8	5.8	5.1	5.7
핵심영업이익률(%)	5.8	5.8	5.1	5.7
ROE(%)	4.9	6.2	6.0	7.7
순부채비율(%)	92.9	93.1	93.7	87.8

Price Trend



실적 Preview

CJ제일제당 (097950)

기지개를 펴는 실적



CJ제일제당의 3Q17 영업이익은 연결기준 2,644억원, 대한통운 제외기준 2,002억원으로 전망된다. 원당투입단가 하락과 가공식품 판촉비 효율화가 전사 실적 개선을 주도할 것으로 판단된다. 이러한 식품 부문 중심의 실적 개선흐름은 4Q17부터 더욱 커질 것으로 전망되기 때문에, 적극적인 비중 확대가 필요한 시점이다. CJ제일제당에 대해 음식료 업종 Top Pick 관점을 유지한다.

>>> 3Q17 영업이익 2,644억원 전망

CJ제일제당의 3Q17 영업이익은 연결기준 2,644억원, 대한통운 제외기준 2,002억원(+7.6% YoY)으로 전망된다. 전년동기 대비 주요 실적 개선요인은 식품 부문이다. 1) 가공식품의 매출 및 이익 성장, 2) 정제당 마진 스프레드 개선, 3) Selecta 편입 효과(9월 한달 반영)로 식품 부문의 영업이익이 전년동기 대비 294억원 정도 개선될 전망이다.

생물자원 부문은 베트남 양돈판가와 인도네시아 사료 판가가 전분기 대비 상승세(올해 7월부터 가격인상)를 보이고 있어, 3Q17 영업이익은 전분기 대비 개선될 전망이다(+29억 QoQ). 바이오 부문은 메치오닌 판가가 전년동기 대비 하락하였으나, 원당투입단가 하락 전환과 트립토판/발린의 이익 기여도 증가로, 영업이익은 전년동기와 비슷한 수준을 보일 것으로 판단된다.

>>> 4Q17부터 이익 증가폭 더욱 커질 것

4Q17부터 동사의 이익 증가폭은 더욱 커질 것으로 판단된다. 1) 가공식품의 판촉비가 효율화 되면서 의미 있는 이익 성장이 기대되고, 2) 원당투입단가 하락폭이 -10% 수준에서 -30%까지 확대되며, 3) 베트남 양돈과 인도네시아 사료 사업의 상황이 개선되고 있기 때문이다. 또한, Selecta도 4분기부터는 3개월 실적이 반영되기 시작한다.

따라서, CJ제일제당의 4Q17과 2018년도 영업이익은 전년동기 대비 각각 +40%, +26% 개선될 것으로 기대된다(대한통운 제외기준). 특히, 동사가 시식 행사 등 비교적 효율성이 낮은 판촉 활동을 줄이고 있고, 헛반과 비비고 만두의 매출 규모와 시장 지배력이 매우 높아졌기 때문에, 가공식품 영업이익률의 개선 흐름이 가능할 것으로 판단된다.

>>> 음식료 업종 Top Pick 관점 유지

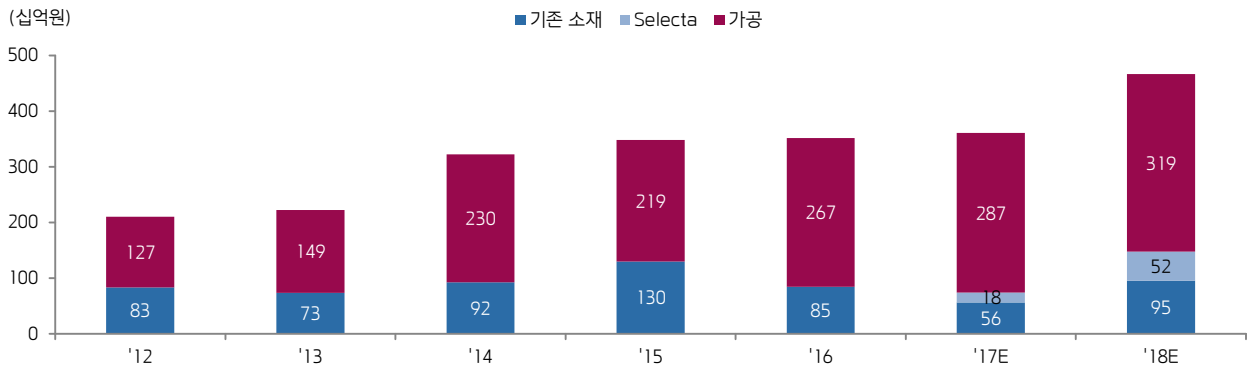
이러한 동사의 실적 개선 흐름을 감안하여, CJ제일제당에 대한 음식료 업종 Top Pick 관점을 유지한다. 특히, 가공식품의 판촉 효율화와 원당투입단가 하락 효과는 실적 개선의 가시성 측면에서 매우 긍정적으로 판단된다.

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	3,534	3,610	3,679	3,741	3,887	3,909	4,135	4,228	14,563	16,159	17,902
(YoY)	13.3%	14.0%	9.3%	14.3%	10.0%	8.3%	12.4%	13.0%	12.7%	11.0%	10.8%
식품	1,160	1,103	1,244	1,105	1,324	1,182	1,393	1,299	4,613	5,197	5,809
(YoY)	10.6%	11.1%	8.0%	15.5%	14.1%	7.1%	12.0%	17.5%	11.1%	12.7%	11.8%
소재	478	473	478	442	541	468	524	550	1,870	2,083	2,353
(YoY)	2.5%	6.1%	2.7%	8.9%	13.3%	-1.0%	9.6%	24.5%	4.9%	11.4%	12.9%
가공	682	630	766	664	782	713	869	749	2,742	3,114	3,456
(YoY)	17.1%	15.1%	11.6%	20.4%	14.7%	13.1%	13.4%	12.9%	15.8%	13.5%	11.0%
바이오	428	456	456	462	452	469	469	461	1,802	1,851	1,935
(YoY)	6.6%	5.1%	-1.8%	4.9%	5.6%	2.9%	2.8%	-0.1%	3.6%	2.7%	4.5%
헬스케어	118	126	130	141	123	132	136	148	514	539	566
(YoY)	11.1%	11.1%	16.6%	11.7%	4.5%	4.9%	5.0%	5.0%	12.6%	4.9%	5.0%
생물자원	489	521	479	524	500	545	506	560	2,013	2,111	2,257
(YoY)	10.4%	22.1%	6.4%	7.9%	2.3%	4.4%	5.7%	6.8%	11.5%	4.9%	6.9%
물류	1,445	1,514	1,490	1,633	1,595	1,708	1,751	1,884	6,082	6,938	7,812
(YoY)	22.3%	19.5%	17.3%	22.1%	10.4%	12.8%	17.5%	15.4%	20.3%	14.1%	12.6%
대통제의 기준	2,195	2,206	2,308	2,232	2,400	2,327	2,504	2,468	8,941	9,698	10,568
(YoY)	9.8%	12.2%	6.0%	11.1%	9.3%	5.5%	8.5%	10.6%	9.7%	8.5%	9.0%
매출총이익	827	803	871	787	858	813	957	899	3,288	3,528	4,004
(GPM)	23.4%	22.3%	23.7%	21.0%	22.1%	20.8%	23.1%	21.3%	22.6%	21.8%	22.4%
대통제의 기준	669	632	701	616	686	627	760	706	2,619	2,779	3,161
(GPM)	30.5%	28.7%	30.4%	27.6%	28.6%	27.0%	30.3%	28.6%	29.3%	28.7%	29.9%
판매비	594	593	628	630	666	649	693	691	2,444	2,698	2,984
(판매비율)	16.8%	16.4%	17.1%	16.8%	17.1%	16.6%	16.7%	16.3%	16.8%	16.7%	16.7%
대통제의 기준	486	480	515	513	542	523	560	562	1,994	2,186	2,413
(판매비율)	22.2%	21.8%	22.3%	23.0%	22.6%	22.5%	22.4%	22.8%	22.3%	22.5%	22.8%
영업이익	233	211	243	157	192	164	264	208	844	829	1,020
(YoY)	3.3%	9.8%	9.4%	40.4%	-17.3%	-21.9%	8.7%	32.5%	12.3%	-1.7%	23.0%
(OPM)	6.6%	5.8%	6.6%	4.2%	5.0%	4.2%	6.4%	4.9%	5.8%	5.1%	5.7%
식품	118	84	114	35	87	54	144	76	352	361	467
(OPM)	10.2%	7.6%	9.2%	3.2%	6.6%	4.6%	10.3%	5.9%	7.6%	7.0%	8.0%
바이오	31	30	40	41	38	33	39	40	142	150	167
(OPM)	7.3%	6.5%	8.7%	8.9%	8.4%	7.0%	8.4%	8.7%	7.9%	8.1%	8.6%
헬스케어	18	17	14	19	18	18	15	20	68	71	74
(OPM)	15.6%	13.6%	10.7%	13.1%	14.7%	13.6%	11.1%	13.5%	13.2%	13.2%	13.1%
생물자원	15	21	18	9	1	-1	2	8	63	10	39
(OPM)	3.1%	4.0%	3.8%	1.7%	0.3%	-0.2%	0.4%	1.4%	3.1%	0.5%	1.7%
물류	53	60	60	55	51	62	67	65	228	245	282
(OPM)	3.7%	3.9%	4.0%	3.4%	3.2%	3.6%	3.8%	3.5%	3.8%	3.5%	3.6%
대통제의 기준	183	152	186	103	144	104	200	144	625	593	748
(YoY)	0.2%	-0.4%	5.1%	39.2%	-21.2%	-31.6%	7.6%	39.7%	6.5%	-5.1%	26.1%
(OPM)	8.3%	6.9%	8.1%	4.6%	6.0%	4.5%	8.0%	5.8%	7.0%	6.1%	7.1%
세전이익	204	133	165	27	125	70	205	148	528	549	749
당기순이익	149	72	117	16	91	43	140	101	354	375	509
지배주주순이익	123	42	111	0	82	21	113	74	276	291	398
(YoY)	32.9%	-18.4%	260.6%	적전	-33.1%	-50.0%	2.1%	흑전	45.8%	5.3%	37.1%

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

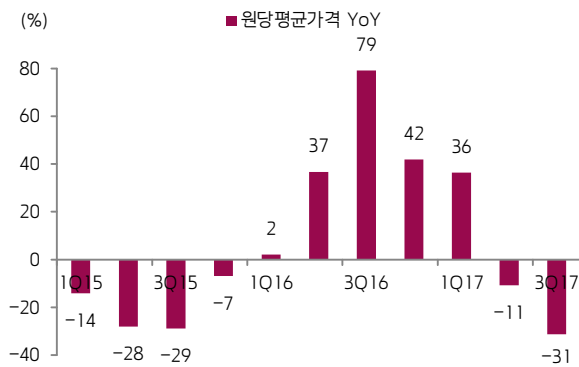
CJ제일제당 식품 부문 연도별 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

주: 1) 기존 소재는 Selecta를 제외한 기존의 소재사업 기준

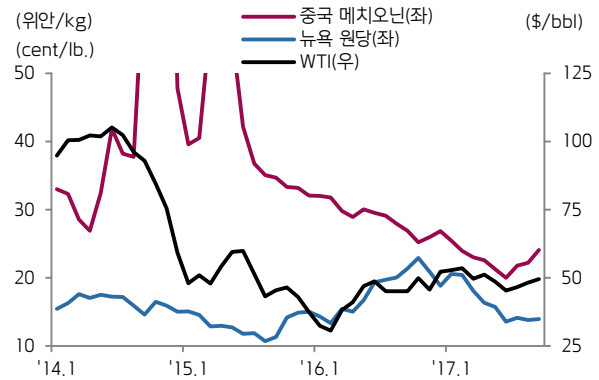
분기별 원당 평균가격 YoY 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) 매입시점/달러 기준

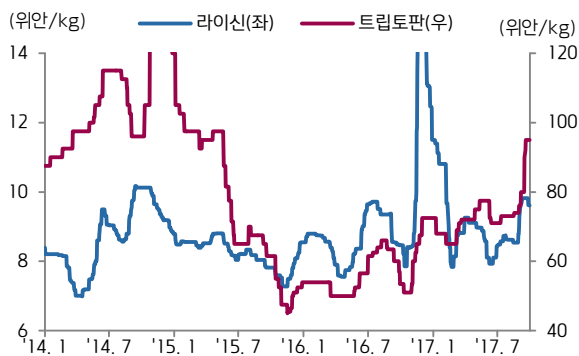
중국 메치오닌/뉴욕 원당/WTI 시세 비교



자료: Wind, Bloomberg, 키움증권 리서치

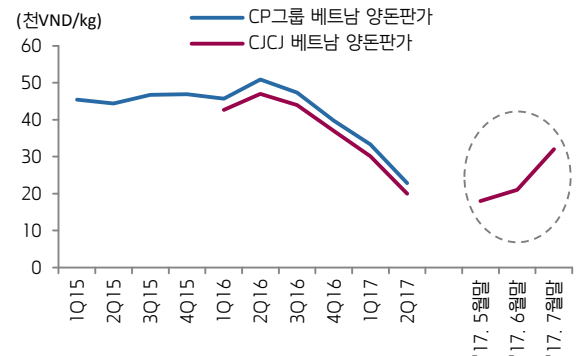
주: 1) 월평균 시세 기준

중국 라이신/트립토판 Spot 가격 추이



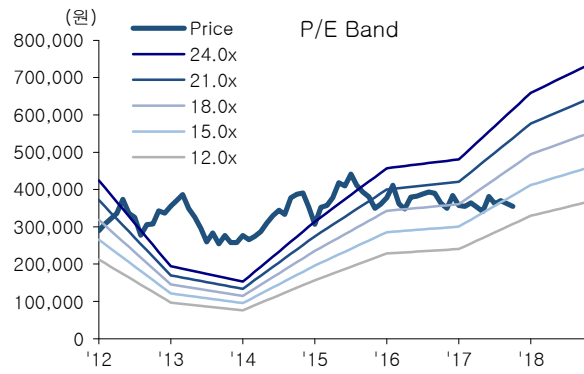
자료: Wind

베트남 양돈판가 추이



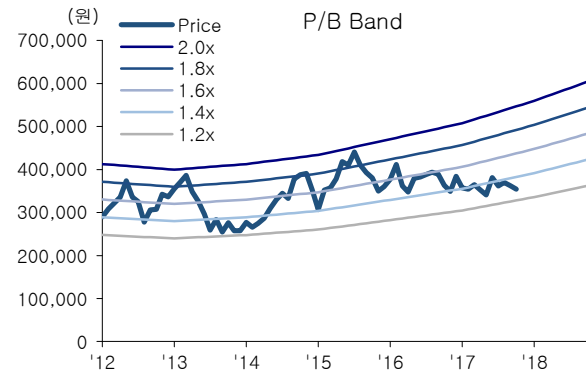
자료: CP Group, CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 PER 밴드 추이



자료: 키움증권 리서치

CJ제일제당 PBR 밴드 추이



자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	129,245	145,633	161,589	179,022	195,416
매출원가	100,384	112,752	126,313	138,979	151,302
매출총이익	28,860	32,881	35,276	40,043	44,113
판매비및일반관리비	21,346	24,445	26,984	29,840	32,649
영업이익(보고)	7,514	8,436	8,292	10,202	11,464
영업이익(핵심)	7,514	8,436	8,292	10,202	11,464
영업외손익	-3,866	-3,153	-2,803	-2,714	-2,707
이자수익	146	180	182	184	187
배당금수익	62	66	66	67	68
외환이익	1,202	1,330	1,197	1,197	1,197
이자비용	1,805	1,790	1,829	1,829	1,829
외환손실	2,466	1,917	1,725	1,725	1,725
관계기업지분법손익	213	10	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-58	-139	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	209	324	0	0	0
기타	-1,369	-1,216	-695	-609	-606
법인세차감전이익	3,648	5,284	5,488	7,489	8,757
법인세비용	1,111	1,748	1,743	2,396	2,802
유효법인세율 (%)	30.5%	33.1%	31.8%	32.0%	32.0%
당기순이익	2,537	3,535	3,745	5,092	5,955
지배주주지분순이익(억원)	1,893	2,759	2,905	3,982	4,550
EBITDA	12,350	13,749	13,939	16,180	17,763
현금순이익(Cash Earnings)	7,373	8,848	9,393	11,070	12,253
수정당기순이익	2,431	3,412	3,745	5,092	5,955
증감율(% YoY)					
매출액	10.4	12.7	11.0	10.8	9.2
영업이익(보고)	29.6	12.3	-1.7	23.0	12.4
영업이익(핵심)	29.6	12.3	-1.7	23.0	12.4
EBITDA	20.2	11.3	1.4	16.1	9.8
지배주주지분 당기순이익	105.8	45.8	5.3	37.1	14.3
EPS	105.3	45.7	5.3	37.1	14.3
수정순이익	46.1	40.3	9.8	36.0	16.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	11,546	8,001	7,192	8,674	10,000
당기순이익	2,537	3,535	3,745	5,092	5,955
감가상각비	3,945	4,366	4,660	4,953	5,241
무형자산상각비	891	947	988	1,025	1,057
외환손익	602	472	528	528	528
자산처분손익	-1,862	166	0	0	0
지분법손익	347	-23	0	0	0
영업활동자산부채 증감	774	-3,586	-2,135	-2,330	-2,185
기타	2,572	2,177	-594	-594	-595
투자활동현금흐름	-6,930	-14,089	-11,166	-9,577	-10,042
투자자산의 처분	813	282	-2,166	-127	-119
유형자산의 처분	293	386	0	0	0
유형자산의 취득	-6,735	-8,454	-9,000	-9,450	-9,923
무형자산의 처분	-641	-606	0	0	0
기타	-660	-5,696	0	0	0
재무활동현금흐름	-3,645	7,259	2,844	479	457
단기차입금의 증가	-11,962	-8,579	0	0	0
장기차입금의 증가	7,568	16,602	2,486	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-422	-541	-354	-354	-354
기타	1,171	-222	713	833	811
현금및현금성자산의순증가	938	1,146	-1,129	-424	416
기초현금및현금성자산	4,360	5,298	6,444	5,315	4,891
기말현금및현금성자산	5,298	6,444	5,315	4,891	5,306
Gross Cash Flow	10,772	11,587	9,327	11,004	12,186
Op Free Cash Flow	3,459	-1,689	171	1,136	1,986

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	40,185	48,807	51,937	56,185	61,004
현금및현금성자산	5,298	6,444	5,315	4,891	5,306
유동금융자산	2,147	3,767	3,797	3,849	3,908
매출채권및유동채권	21,387	25,171	27,929	30,942	33,775
재고자산	10,976	12,802	14,204	15,737	17,178
기타유동비금융자산	377	624	692	767	837
비유동자산	97,328	108,855	114,744	118,723	122,818
장기매출채권및기타비유동채권	2,963	3,052	3,386	3,751	4,095
투자자산	8,814	8,781	10,983	11,125	11,252
유형자산	66,902	72,805	77,146	81,643	86,324
무형자산	17,373	23,338	22,350	21,325	20,269
기타비유동자산	1,275	879	879	879	879
자산총계	137,513	157,662	166,681	174,908	183,822
유동부채	43,357	46,992	51,813	54,367	56,774
매입채무및기타유동채무	16,710	20,314	22,540	24,971	27,258
단기차입금	14,407	18,015	18,015	18,015	18,015
유동성장기차입금	11,483	7,733	10,219	10,219	10,219
기타유동부채	758	931	1,040	1,162	1,282
비유동부채	40,303	50,065	50,871	51,806	52,714
장기매입채무및비유동채무	767	853	947	1,049	1,145
사채및장기차입금	31,572	40,875	40,875	40,875	40,875
기타비유동부채	7,964	8,337	9,050	9,883	10,694
부채총계	83,660	97,058	102,685	106,173	109,487
자본금	724	724	725	725	725
주식발행초과금	9,183	9,199	9,199	9,199	9,199
이익잉여금	23,342	25,665	28,371	32,150	36,491
기타자본	-1,819	-1,495	-1,495	-1,495	-1,495
지배주주지분자본총계	31,431	34,094	36,800	40,579	44,920
비지배주주지분자본총계	22,421	26,511	27,196	28,156	29,415
자본총계	53,852	60,605	63,996	68,735	74,335
순차입금	50,017	56,411	59,996	60,368	59,893
총차입금	57,462	66,622	69,108	69,108	69,108

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	13,073	19,044	20,044	27,471	31,388
BPS	216,981	235,302	253,857	279,923	309,869
주당EBITDA	85,310	94,899	96,171	111,614	122,531
CFPS	50,928	61,072	64,802	76,364	84,524
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	28.9	18.8	17.7	12.9	11.3
PBR	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	9.8	8.7	8.8	7.6	7.0
PCFR	7.4	5.9	5.5	4.6	4.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.8	5.8	5.1	5.7	5.9
영업이익률(핵심)	5.8	5.8	5.1	5.7	5.9
EBITDA margin	9.6	9.4	8.6	9.0	9.1
순이익률	2.0	2.4	2.3	2.8	3.0
자기자본이익률(ROE)	4.9	6.2	6.0	7.7	8.3
투자자본이익률(ROIC)	5.4	5.5	5.2	6.0	6.4
안정성(%)					
부채비율	155.4	160.1	160.5	154.5	147.3
순차입금비율	92.9	93.1	93.7	87.8	80.6
이자보상배율(배)	4.2	4.7	4.5	5.6	6.3
활동성(배)					
매출채권회전율	6.0	6.3	6.1	6.1	6.0
재고자산회전율	11.9	12.2	12.0	12.0	11.9
매입채무회전율	8.2	7.9	7.5	7.5	7.5

Compliance Notice

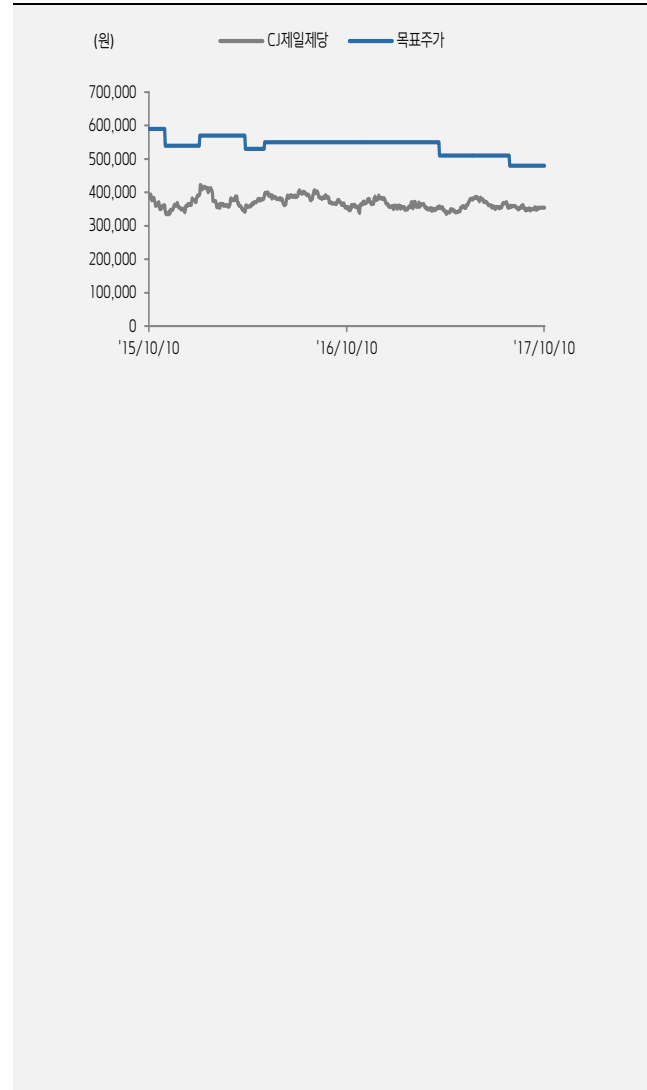
- 당사는 9월 29일 현재 'CJ제일제당 (097950)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
CJ제일제당 (097950)	2015/11/09	BUY(Maintain)	540,000원	6개월	-42.09	-41.02
	2015/11/24	BUY(Maintain)	540,000원	6개월	-32.48	-27.50
	2016/01/12	BUY(Maintain)	570,000원	6개월	-32.37	-26.57
	2016/01/13	BUY(Maintain)	570,000원	6개월	-29.14	-25.88
	2016/02/11	BUY(Maintain)	570,000원	6개월	-33.71	-25.88
	2016/04/05	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-34.27	-25.88
	2016/04/28	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-28.43	-26.98
	2016/05/11	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-27.75	-24.62
	2016/06/28	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-28.75	-26.09
	2016/08/08	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-29.47	-26.09
	2016/09/19	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-29.99	-26.09
	2016/10/04	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.26	-26.09
	2016/11/03	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.44	-26.09
	2016/11/16	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.44	-26.09
	2016/11/18	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.44	-26.09
	2016/11/23	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.49	-26.09
	2017/01/02	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.49	-26.09
	2017/01/17	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.49	-26.09
	2017/02/10	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.49	-26.09
	2017/02/21	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.49	-26.09
	2017/03/30	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-31.49	-26.09
	2017/05/12	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.68	-28.14
	2017/05/23	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-26.86	-24.12
	2017/06/13	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-26.81	-24.12
	2017/06/29	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-27.45	-24.12
	2017/07/12	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-28.05	-24.12
	2017/08/07	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-28.76	-24.12
	2017/09/13	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-26.89	-26.04
	2017/10/10	BUY(Maintain)	480,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 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 (2016/7/1~2017/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%