

2017/11/09

CJ제일제당(097950)

음식료 이경신

(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

편안한 영업이익 개선사이클 진입

Buy (Maintain)

■ 3Q17 Review: 시장기대치에 부합하는 영업실적 시현

3Q17 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 4조 4,107억원 (+19.9% YoY), 2,693억원 (+10.7% YoY)으로, 시장기대치에 부합하는 영업실적을 시현했다. CJ대한통운 제외시 매출액은 2조 6,746억원 (+15.9% YoY), 영업이익 2,102억원 (+13.0% YoY)이며, 생물자원을 제외한 전 사업부문의 견조한 영업실적이 CJ제일제당 전사 외형 및 이익성장을 견인했다.

1) 가공식품은 +18.3%의 높은 외형확대를 시현했다. 국내 매출성장률은 +14.1% YoY으로, 기확보된 브랜드력과 시장지위를 통해 추가 지배력을 이끌어낸 것으로 풀이된다. 해외의 경우 중국 사드영향은 일부 지속되었으나, 주력시장인 미국 내 견조한 성장 및 베트남, 러시아 등의 신규 자회사 인수효과가 더해지며 +48%의 매출성장을 기록했다. 판매비 효율화로 이익률 또한 전년동기 수준이 유지되었다. 2) 소재부문의 경우 SELECTA 인수 효과 및 원당, 대두 투입원가 하락에 따른 spread 개선이 이익개선을 이끌어냈으며, 최근 곡물가격을 고려할 때 향후 마진레벨 하락 리스크는 제한적이다. 3) 바이오 내 메티오닌은 낮은 판가 수준이 유지되었으나, 전반적인 제품의 물량확대와 고수익 아미노산의 이익기여 증가로 영업이익은 +5.8% YoY 성장했다. 최근 제품포트폴리오 내 비중이 확대되고 있는 specialty 제품에 따라 중장기 높은 경쟁력이 유지될 전망이다. 4) 생물자원은 베트남/인도네시아 상황악화 영향이 지속되었으나, 최근 판가개선 및 원재료 하락흐름을 고려할 때 점진적인 스프레드 개선이 예상된다.

■ 비용에 대한 불확실성 해소, 편안한 이익 개선구간

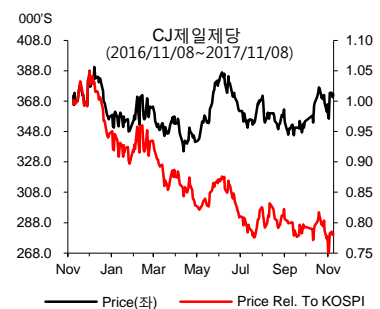
상반기 두드러진 가공식품의 고성장에도 불구하고, 종합식품사임에 따른 리스크에 따라 이익 모멘텀이 둔화되었던 흐름과 달리 3Q17은 비용에 대한 불확실성이 해소되었다는 측면에서 긍정적이다. 따라서 전년동기 베이스 효과와 수익개선 중심의 최근 사업전략을 감안할 때 견조한 이익개선 흐름은 2018년까지 이어질 가능성이 높다. 따라서 영업이익 개선사이클 진입을 고려해 현주가를 매수기회로 활용할 필요가 있다는 판단이다.

목표주가(12M)	460,000원
종가(2017/11/08)	372,500원

Stock Indicator

자본금	72십억원
발행주식수	1,450만주
시가총액	5,121십억원
외국인지분율	26.3%
배당금(2016)	2,500원
EPS(2017E)	29,797원
BPS(2017E)	286,025원
ROE(2017E)	10.9%
52주 주가	335,000~390,500원
60일평균거래량	28,742주
60일평균거래대금	10.3십억원

Price Trend



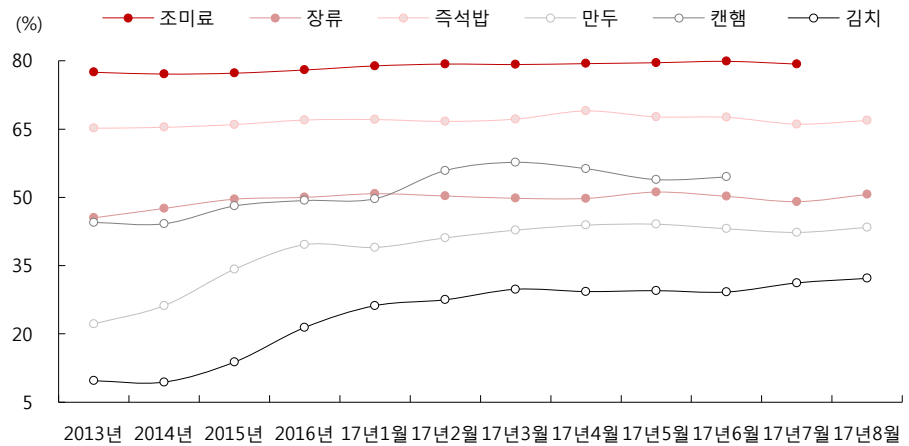
<표1> CJ제일제당 3Q17 연결기준 잠정실적 및 컨센서스 비교

	3Q17P	3Q16	YoY %	하이추정치	diff (% , %p)	Consensus	diff (% , %p)
매출액	4,410.7	3,679.0	19.9	4,097.1	7.7	4,087.5	7.9
영업이익	269.3	243.3	10.7	261.7	2.9	261.5	3.0
영업이익률 %	6.1	6.6	(0.5)	6.4	(0.3)	6.4	(0.3)
세전이익	364.5	165.3	120.5	177.1	105.8	297.2	22.6
세전이익률 %	8.3	4.5	3.8	4.3	3.9	7.3	1.0

자료: FnGuide, 하이투자증권

주: 컨센서스는 2017년 11월 08일 기준

<그림1> CJ제일제당 주요 카테고리별 국내 M/S 현황



자료: CJ제일제당, 하이투자증권

주: 시장점유율은 금액기준 (링크아지텍), 장류는 고추장/초고추장/된장/쌈장의 산술평균

<표2> CJ제일제당 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
연결매출액	3,534.0	3,609.6	3,679.0	3,740.6	3,866.5	3,908.9	4,410.7	4,283.9	14,563.3	16,470.0	18,538.9
식품	1,159.8	1,103.5	1,243.9	1,105.3	1,323.8	1,181.5	1,501.6	1,275.6	4,612.5	5,282.5	5,893.3
바이오	428.2	455.8	456.0	461.6	452.3	469.2	510.9	461.7	1,801.6	1,894.1	1,969.2
사료	489.2	521.4	478.6	523.7	500.4	544.6	526.8	576.1	2,012.9	2,147.9	2,426.1
제약	117.7	125.5	129.9	141.2	123.0	131.7	135.3	148.3	514.3	538.3	565.2
대한통운	1,445.2	1,513.6	1,490.3	1,632.9	1,594.9	1,707.8	1,873.2	1,959.4	6,081.9	7,135.4	8,263.6
adj.	(106.1)	(110.2)	(119.7)	(124.1)	(127.9)	(125.9)	(137.1)	(137.2)	(460.0)	(528.1)	(578.5)
YoY %	13.3	14.0	9.3	14.3	9.4	8.3	19.9	14.5	12.7	13.1	12.6
식품	10.6	11.1	8.0	15.5	14.1	7.1	20.7	15.4	11.1	14.5	11.6
바이오	6.6	5.1	(1.8)	4.9	5.6	2.9	12.0	0.0	3.6	5.1	4.0
사료	10.4	22.1	6.4	7.9	2.3	4.4	10.1	10.0	11.5	6.7	13.0
제약	11.1	11.1	16.6	11.7	4.5	4.9	4.2	5.0	12.6	4.7	5.0
대한통운	22.3	19.5	17.3	22.1	10.4	12.8	25.7	20.0	20.3	17.3	15.8
연결영업이익	232.8	210.6	243.3	156.9	192.5	164.4	269.3	205.7	843.6	831.9	1,015.4
식품	118.1	84.4	114.3	35.1	87.0	54.2	149.7	75.0	351.9	365.9	463.6
바이오	31.4	29.8	39.8	41.0	37.8	32.9	42.1	43.3	142.0	156.1	178.0
사료	15.1	20.8	18.1	8.7	1.3	(0.9)	(1.2)	2.3	62.7	1.5	26.2
제약	18.4	17.1	13.9	18.5	18.1	17.9	19.6	18.5	67.9	74.1	72.6
대한통운	53.2	59.7	60.3	55.2	51.1	61.9	62.6	68.6	228.4	244.2	287.1
adj.	(3.4)	(1.2)	(3.1)	(1.6)	(2.9)	(1.6)	(3.5)	(2.1)	(9.3)	(10.0)	(12.1)
YoY %	3.3	9.8	9.4	40.4	(17.3)	(21.9)	10.7	31.1	12.3	(1.4)	22.1
식품	6.6	6.3	(13.3)	33.0	(26.3)	(35.8)	31.0	113.6	1.0	4.0	26.7
바이오	(37.7)	(37.5)	70.8	135.6	20.4	10.4	5.8	5.7	2.3	10.0	14.0
사료	62.4	58.8	67.6	(36.5)	(91.4)	(104.3)	(106.6)	(73.5)	33.7	(97.6)	1,640.7
제약	52.1	36.8	26.4	10.8	(1.6)	4.7	41.0	0.2	29.8	9.2	(2.1)
대한통운	11.8	33.4	16.8	29.5	(3.9)	3.7	3.8	24.2	22.4	6.9	17.6
OPM %	6.6	5.8	6.6	4.2	5.0	4.2	6.1	4.8	5.8	5.1	5.5
식품	10.2	7.6	9.2	3.2	6.6	4.6	10.0	5.9	7.6	6.9	7.9
바이오	7.3	6.5	8.7	8.9	8.4	7.0	8.2	9.4	7.9	8.2	9.0
사료	3.1	4.0	3.8	1.7	0.3	(0.2)	(0.2)	0.4	3.1	0.1	1.1
제약	15.6	13.6	10.7	13.1	14.7	13.6	14.5	12.5	13.2	13.8	12.8
대한통운	3.7	3.9	4.0	3.4	3.2	3.6	3.3	3.5	3.8	3.4	3.5

자료: CJ제일제당, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,881	4,464	5,397	6,117
현금 및 현금성자산	644	289	841	705
단기금융자산	409	205	409	1,227
매출채권	2,201	2,306	2,410	2,424
재고자산	1,280	1,318	1,390	1,414
비유동자산	10,886	11,997	11,496	11,289
유형자산	7,281	8,387	7,880	7,668
무형자산	2,334	2,334	2,334	2,334
자산총계	15,766	16,461	16,893	17,406
유동부채	4,699	5,122	5,358	5,550
매입채무	1,114	1,111	1,348	1,539
단기차입금	1,801	1,600	1,600	1,600
유동성장기부채	773	900	900	900
비유동부채	5,007	4,851	4,651	4,551
사채	2,899	2,799	2,699	2,599
장기차입금	1,155	1,100	1,000	1,000
부채총계	9,706	9,973	10,010	10,102
지배주주지분	3,409	3,766	4,048	4,378
자본금	72	72	72	72
자본잉여금	924	924	924	924
이익잉여금	2,567	2,923	3,207	3,537
기타자본항목	-302	-302	-302	-302
비지배주주지분	2,651	2,722	2,835	2,927
자본총계	6,060	6,488	6,883	7,304

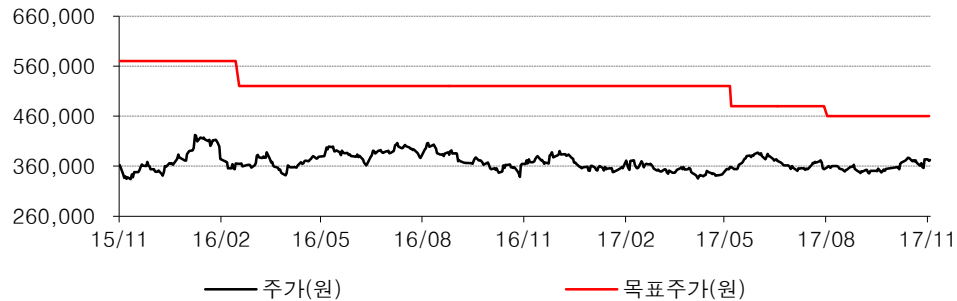
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	14,563	16,470	18,539	20,204
증가율(%)	12.7	13.1	12.6	9.0
매출원가	11,275	12,909	14,484	15,763
매출총이익	3,288	3,561	4,055	4,441
판매비와관리비	2,444	2,729	3,040	3,300
연구개발비	45	50	57	62
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	844	832	1,015	1,141
증가율(%)	12.3	-1.4	22.1	12.4
영업이익률(%)	5.8	5.1	5.5	5.6
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	1	1	-	-
기타영업외손익	-104	-133	-276	-265
세전계속사업이익	528	653	617	653
법인세비용	175	190	185	196
세전계속이익률(%)	3.6	4.0	3.3	3.2
당기순이익	354	463	432	457
순이익률(%)	2.4	2.8	2.3	2.3
지배주주귀속 순이익	276	392	319	366
기타포괄이익	30	-1	-1	-1
총포괄이익	384	462	431	457
지배주주귀속총포괄이익	384	462	431	457

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	800	1,192	1,358	1,408
당기순이익	354	463	432	457
유형자산감가상각비	-	450	463	477
무형자산상각비	95	95	95	95
지분법관련손실(이익)	1	1	-	-
투자활동 현금흐름	-1,409	-1,104	-1,193	-1,577
유형자산의 처분(취득)	-845	-1,000	-680	-450
무형자산의 처분(취득)	-66	-	-	-
금융상품의 증감	-161	205	-205	-818
재무활동 현금흐름	726	213	-258	-158
단기금융부채의증감	-	500	-	-
장기금융부채의증감	1,318	-100	-100	-100
자본의증감	-	0	-	-
배당금지급	-54	-35	-35	-35
현금및현금성자산의증감	115	-355	552	-137
기초현금및현금성자산	530	644	289	841
기말현금및현금성자산	644	289	841	705

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	20,965	29,797	24,198	27,789
BPS	259,033	286,025	307,480	332,525
CFPS	28,162	71,148	66,573	71,220
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500
Valuation(배)				
PER	17.1	12.5	15.4	13.4
PBR	1.4	1.3	1.2	1.1
PCR	12.7	5.2	5.6	5.2
EV/EBITDA	11.2	8.0	6.4	5.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.4	10.9	8.2	8.7
EBITDA 이익률	6.4	8.4	8.5	8.5
부채비율	160.1	153.7	145.4	138.3
순부채비율	92.0	91.0	71.9	57.0
매출채권회전율(x)	7.3	7.3	7.9	8.4
재고자산회전율(x)	12.2	12.7	13.7	14.4

자료 : CJ 제일제당, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(CJ제일제당)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-02-22(담당자변경)	Buy	520,000	6개월	-27.0%	-21.8%
2017-05-12	Buy	480,000	6개월	-22.4%	-19.4%
2017-07-03	Buy	480,000	1년	-25.2%	-22.6%
2017-08-07	Buy	460,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자:이경신\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-