



BUY(Maintain)

목표주가: 500,000원
주가(1/3): 371,000원
시가총액: 50,943억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 김승우

02) 3787-4705 seungwoo@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/3)		2,486.35pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	416,000원	335,000원	
등락률	-10.82%	10.75%	
수익률	절대	상대	
	1M	-5.6%	-6.0%
	6M	2.6%	-1.2%
	1Y	5.5%	-13.2%

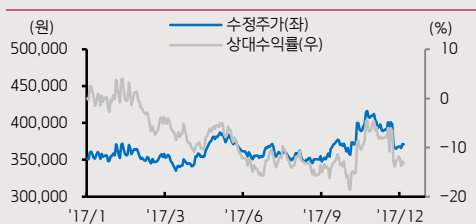
Company Data

발행주식수		14,504천주
일평균 거래량(3M)		45천주
외국인 지분율		27.86%
배당수익률(17E)		0.67%
BPS(17E)		263,406원
주요 주주	CJ주식회사 외	34.3%
	국민연금공단	13.3%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	145,633	164,573	179,552	196,261
보고영업이익	8,436	8,342	10,260	11,404
핵심영업이익	8,436	8,342	10,260	11,404
EBITDA	13,749	13,989	16,238	17,673
세전이익	5,284	6,974	7,491	8,641
순이익	3,535	4,910	5,094	5,876
지배주주지분순이익	2,759	4,310	4,282	4,878
EPS(원)	19,044	29,731	26,513	29,790
증감률(%YoY)	45.7	56.1	-10.8	12.4
PER(배)	18.8	12.5	14.0	12.5
PBR(배)	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	8.7	8.4	7.4	6.8
보고영업이익률(%)	5.8	5.1	5.7	5.8
핵심영업이익률(%)	5.8	5.1	5.7	5.8
ROE(%)	6.2	7.8	7.2	7.3
순부채비율(%)	93.1	90.8	76.1	70.2

Price Trend



CJ제일제당 (097950)

견조한 4분기 실적 전망



CJ제일제당의 4Q17 영업이익은 연결기준 2,080억원(+33% YoY), 대한통운 제외 기준 1,476억원(+43% YoY)으로 예상된다. 생물자원의 상황 회복이 다소 더딘 것은 아쉬운 부분이나, 바이오 부문의 수익성이 예상 보다 좋을 것으로 판단된다. 또한, 최근 원화강세 흐름은 곡물 수입 규모가 큰 동사의 수익성에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다.

>>> 4Q17 영업이익 2,080억원 전망

CJ제일제당의 4Q17 영업이익은 연결기준 2,080억원(+33% YoY), 대한통운 제외기준 1,476억원(+43% YoY)으로 예상된다. 생물자원의 상황 회복이 다소 더딘 것은 아쉬운 부분이나, 식품과 바이오 부문의 실적 호조 덕분에, 시장 기대치를 충족할 것으로 판단된다.

식품은 추석 시점 차이에 따른 선물세트 반품 영향(140억원)에도 불구하고, 1) 원당투입단가 하락, 2) 셀렉타 편입 효과, 3) 가공식품 매출 고성장(+16% YoY) 및 수익성 관리에 힘입어, 영업이익은 전년동기 대비 두 배 이상으로 증가한 724억원 수준으로 추산된다(OPM 5.5%).

바이오는 1) 주요 아미노산의 ASP 개선(라이신 +2% QoQ, 트립토판 +7% QoQ), 2) 고수익성 제품 비중 확대(핵산/트립토판/스페셜티 아미노산) 덕분에, 영업이익률이 10%를 상회할 것으로 판단된다(4Q17E OP 530억원, +109억 QoQ).

>>> 원화강세와 바이오 수익성 개선 긍정적

최근 원화강세가 지속되는 점도 동사의 수익성에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다. 1) 매입과 투입 시점의 레깅을 감안한다면, 1Q18부터 소재 부문의 마진 스프레드에 긍정적이고, 2) 외환 관련 영업외손실에 대한 우려도 사라질 수 있기 때문이다. 또한, 바이오 부문은 제품 Mix 개선과 상황 회복으로, 올해 분기별 영업이익률이 8~10% 수준이 가능할 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 50만원 유지

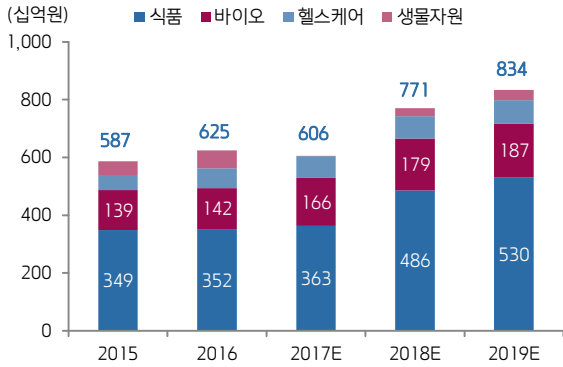
CJ제일제당에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 50만원을 유지한다. 동사는 식품과 바이오 부문의 수익성 개선과 원화강세 흐름에 힘입어, 올해 음식료 업종 내에서 실적 개선 폭이 돋보일 것으로 판단된다.

CJ제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	3,887	3,909	4,411	4,251	4,361	4,330	4,667	4,597	14,563	16,457	17,955
(YoY)	10.0%	8.3%	19.9%	13.6%	12.2%	10.8%	5.8%	8.1%	12.7%	13.0%	9.1%
식품	1,324	1,182	1,502	1,326	1,547	1,369	1,650	1,406	4,613	5,333	5,972
(YoY)	14.1%	7.1%	20.7%	20.0%	16.8%	15.9%	9.9%	6.0%	11.1%	15.6%	12.0%
소재	541	468	596	555	658	568	644	555	1,870	2,160	2,425
(YoY)	13.3%	-1.0%	24.6%	25.7%	21.5%	21.4%	8.1%	0.0%	4.9%	15.5%	12.3%
가공	782	713	906	771	889	801	1,006	851	2,742	3,173	3,547
(YoY)	14.7%	13.1%	18.3%	16.2%	13.6%	12.3%	11.0%	10.4%	15.8%	15.7%	11.8%
바이오	452	469	511	508	476	467	493	515	1,802	1,941	1,951
(YoY)	5.6%	2.9%	12.0%	10.1%	5.3%	-0.5%	-3.6%	1.3%	3.6%	7.7%	0.5%
헬스케어	123	132	135	148	129	138	142	156	514	538	565
(YoY)	4.5%	4.9%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	12.6%	4.7%	5.0%
생물자원	500	545	527	557	535	583	563	595	2,013	2,128	2,276
(YoY)	2.3%	4.4%	10.1%	6.3%	6.9%	7.0%	6.9%	6.9%	11.5%	5.7%	6.9%
물류	1,595	1,708	1,873	1,836	1,782	1,899	1,956	2,050	6,082	7,012	7,686
(YoY)	10.4%	12.8%	25.7%	12.4%	11.7%	11.2%	4.4%	11.6%	20.3%	15.3%	9.6%
대통제의 기준	2,400	2,327	2,675	2,539	2,687	2,557	2,848	2,672	8,941	9,940	10,764
(YoY)	9.3%	5.5%	15.9%	13.8%	12.0%	9.9%	6.5%	5.2%	9.7%	11.2%	8.3%
매출총이익	858	813	986	906	997	952	1,091	1,001	3,288	3,564	4,041
(GPM)	22.1%	20.8%	22.4%	21.3%	22.9%	22.0%	23.4%	21.8%	22.6%	21.7%	22.5%
대통제의 기준	686	627	788	718	808	748	874	795	2,619	2,819	3,224
(GPM)	28.6%	27.0%	29.5%	28.3%	30.0%	29.2%	30.7%	29.7%	29.3%	28.4%	29.9%
판매비	666	649	717	698	739	722	784	770	2,444	2,730	3,015
(판매비율)	17.1%	16.6%	16.3%	16.4%	16.9%	16.7%	16.8%	16.8%	16.8%	16.6%	16.8%
대통제의 기준	542	523	578	570	604	580	632	637	1,994	2,212	2,453
(판매비율)	22.6%	22.5%	21.6%	22.5%	22.5%	22.7%	22.2%	23.8%	22.3%	22.3%	22.8%
영업이익	192	164	269	208	258	230	308	231	844	834	1,026
(YoY)	-17.3%	-21.9%	10.7%	32.6%	33.9%	39.8%	14.3%	10.8%	12.3%	-1.1%	23.0%
(OPM)	5.0%	4.2%	6.1%	4.9%	5.9%	5.3%	6.6%	5.0%	5.8%	5.1%	5.7%
식품	87	54	150	72	136	103	168	78	352	363	486
(OPM)	6.6%	4.6%	10.0%	5.5%	8.8%	7.5%	10.2%	5.6%	7.6%	6.8%	8.1%
바이오	38	33	42.1	53	43	37	47	52	142	166	179
(OPM)	8.4%	7.0%	8.2%	10.4%	9.1%	7.9%	9.5%	10.0%	7.9%	8.5%	9.2%
헬스케어	18	18	20	20	19	19	19	21	68	76	78
(OPM)	14.7%	13.6%	14.5%	13.5%	14.4%	13.5%	13.6%	13.6%	13.2%	14.1%	13.8%
생물자원	1	-1	-1	2	6	9	7	6	63	1	28
(OPM)	0.3%	-0.2%	-0.2%	0.4%	1.0%	1.5%	1.3%	1.1%	3.1%	0.1%	1.2%
물류	51	62	63	62	57	64	70	75	228	238	265
(OPM)	3.2%	3.6%	3.3%	3.4%	3.2%	3.4%	3.6%	3.6%	3.8%	3.4%	3.4%
대통제의 기준	144	104	210	148	204	168	242	158	625	606	771
(YoY)	-21.2%	-31.6%	13.0%	42.9%	41.3%	61.0%	15.1%	6.7%	6.5%	-2.9%	27.2%
(OPM)	6.0%	4.5%	7.9%	5.8%	7.6%	6.6%	8.5%	5.9%	7.0%	6.1%	7.2%
세전이익	125	70	364	137	194	160	236	159	528	697	749
당기순이익	91	43	263	93	132	109	160	108	354	491	509
지배주주순이익	82	21	256	71	113	89	139	86	276	431	428
(YoY)	-33.1%	-50.0%	130.9%	흑전	38.4%	322.8%	-45.6%	20.2%	45.8%	56.2%	-0.6%

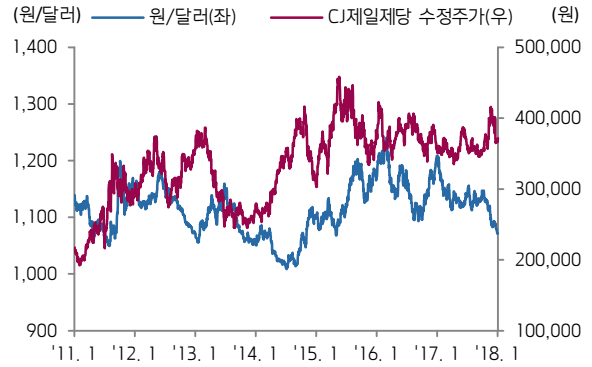
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

사업부별 영업이익 추이 및 전망(대통제외 기준)



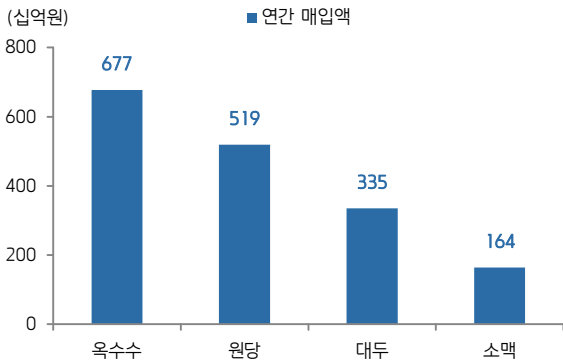
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

원/달러 환율 vs CJ제일제당 주가



자료: Fn Guide

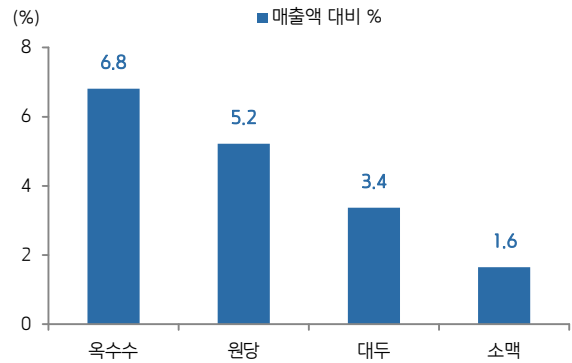
CJ제일제당 곡물 매입액 규모



자료: 금융감독원 전자공시시스템

주: 1) 3Q17 기준 누계 매입액을 연간 단위로 단순 환산한 수치

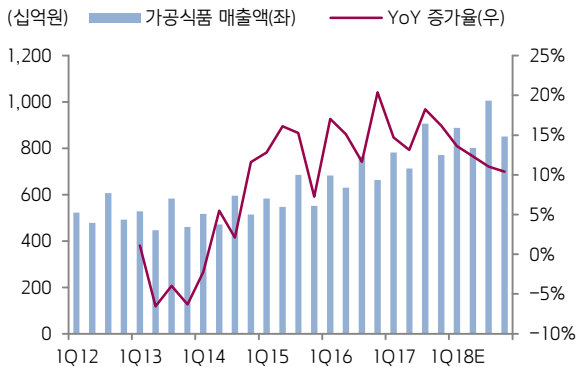
CJ제일제당 매출액 대비 곡물 매입액의 비율



자료: CJ제일제당, 금융감독원 전자공시시스템

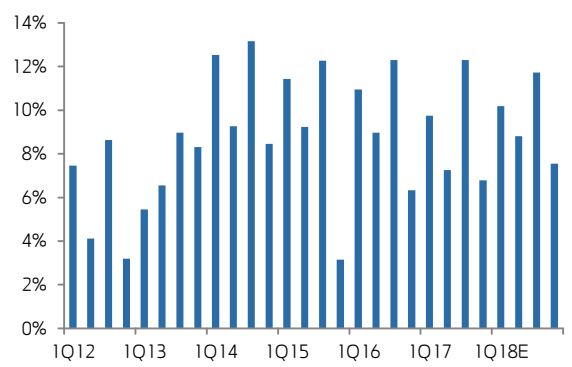
주: 1) 대한통운 제외 기준

CJ제일제당 가공식품 매출액 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 가공식품 영업이익률 추이 및 전망



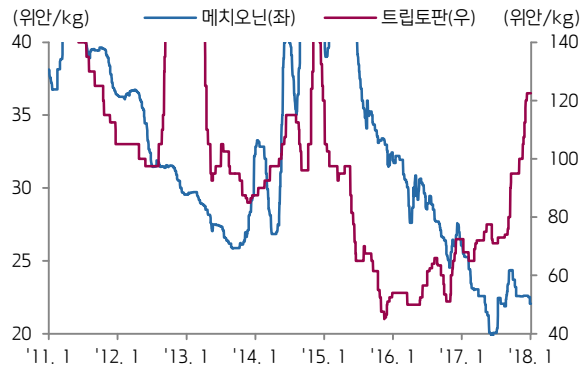
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

중국 라이신 Spot 가격 추이



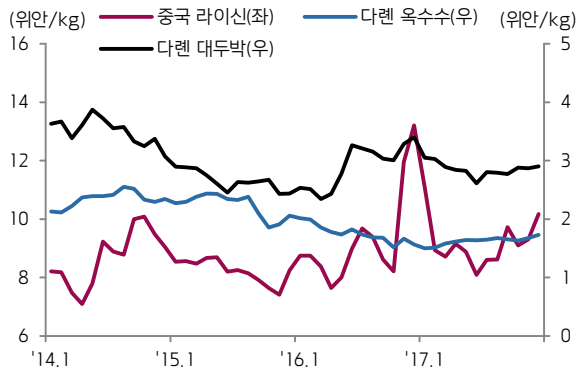
자료: Wind

중국 메치오닌/트립토판 Spot 가격 추이



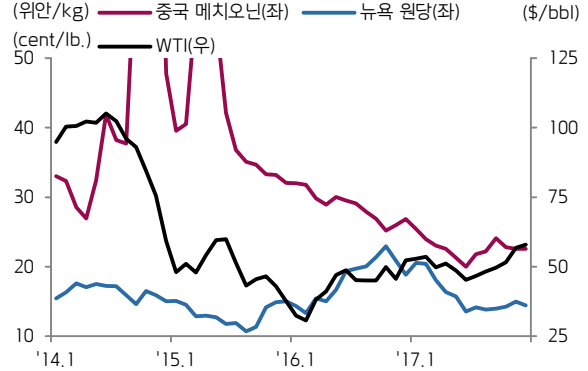
자료: Wind

월평균 중국 라이신/옥수수/대두박 시세 추이



자료: Wind, Bloomberg

월평균 중국 메치오닌/뉴욕 원당/WTI 시세 추이



자료: Wind, Bloomberg

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	129,245	145,633	164,573	179,552	196,261
매출원가	100,384	112,752	128,934	139,146	151,571
매출총이익	28,860	32,881	35,639	40,407	44,690
판매비및일반관리비	21,346	24,445	27,297	30,147	33,286
영업이익(보고)	7,514	8,436	8,342	10,260	11,404
영업이익(핵심)	7,514	8,436	8,342	10,260	11,404
영업외손익	-3,866	-3,153	-1,368	-2,769	-2,763
이자수익	146	180	185	185	188
배당금수익	62	66	68	68	69
외환이익	1,202	1,330	1,197	1,197	1,197
이자비용	1,805	1,790	1,907	1,883	1,883
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	1,143	0	0
기타	-1,369	-1,216	-329	-610	-608
법인세차감전이익	3,648	5,284	6,974	7,491	8,641
법인세비용	1,111	1,748	2,064	2,397	2,765
유효법인세율 (%)	30.5%	33.1%	29.6%	32.0%	32.0%
당기순이익	2,537	3,535	4,910	5,094	5,876
지배주주지분순이익(억원)	1,893	2,759	4,310	4,282	4,878
EBITDA	12,350	13,749	13,989	16,238	17,673
현금순이익(Cash Earnings)	7,373	8,848	10,557	11,071	12,145
수정당기순이익	2,431	3,412	4,105	5,094	5,876
증감율(% YoY)					
매출액	10.4	12.7	13.0	9.1	9.3
영업이익(보고)	29.6	12.3	-1.1	23.0	11.1
영업이익(핵심)	29.6	12.3	-1.1	23.0	11.1
EBITDA	20.2	11.3	1.7	16.1	8.8
지배주주지분 당기순이익	105.8	45.8	56.2	-0.6	13.9
EPS	105.3	45.7	56.1	-10.8	12.4
수정순이익	46.1	40.3	20.3	24.1	15.3

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	40,185	48,807	53,547	57,879	63,066
현금및현금성자산	5,298	6,444	6,064	6,433	7,127
유동금융자산	2,147	3,767	3,867	3,860	3,925
매출채권및유동채권	21,387	25,171	28,444	31,033	33,921
재고자산	10,976	12,802	14,466	15,783	17,252
기타유동비금융자산	377	624	705	769	841
비유동자산	97,328	108,855	114,896	125,658	129,323
장기매출채권및기타비유동채권	2,963	3,052	3,449	3,763	4,113
투자자산	8,814	8,781	11,072	18,498	18,633
유형자산	66,902	72,805	77,146	81,193	85,430
무형자산	17,373	23,338	22,350	21,325	20,269
기타비유동자산	1,275	879	879	879	879
자산총계	137,513	157,662	168,443	183,537	192,389
유동부채	43,357	46,992	52,248	54,444	56,897
매입채무및기타유동채무	16,710	20,314	22,956	25,045	27,376
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	1,059	1,166	1,288
비유동부채	40,303	50,065	51,034	51,835	52,760
장기매입채무및비유동채무	767	853	964	1,052	1,150
사채및장기차입금	31,572	40,875	40,875	40,875	40,875
기타비유동부채	7,964	8,337	9,195	9,909	10,735
부채총계	83,660	97,058	103,282	106,279	109,657
자본금	724	724	725	819	819
주식발행초과금	9,183	9,199	9,199	16,462	16,462
이익잉여금	23,342	25,665	29,776	33,850	38,471
기타자본	-1,819	-1,495	-1,495	-1,495	-1,495
지배주주지분자본총계	31,431	34,094	38,205	49,637	54,257
비지배주주지분자본총계	22,421	26,511	26,956	27,621	28,475
자본총계	53,852	60,605	65,161	77,258	82,732
순차입금	50,017	56,411	59,176	58,814	58,056
총차입금	57,462	66,622	69,108	69,108	69,108

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	11,546	8,001	7,956	9,004	9,850
당기순이익	2,537	3,535	4,910	5,094	5,876
감가상각비	3,945	4,366	4,660	4,953	5,213
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	-2,536	-2,000	-2,228
기타	2,572	2,177	-593	-596	-596
투자활동현금흐름	-6,930	-14,089	-11,325	-16,351	-9,582
투자자산의 처분	813	282	-2,325	-7,351	-132
유형자산의 처분	293	386	0	0	0
유형자산의 취득	-6,735	-8,454	-9,000	-9,000	-9,450
무형자산의 처분	-641	-606	0	0	0
기타	-660	-5,696	0	0	0
재무활동현금흐름	-3,645	7,259	2,990	7,717	425
단기차입금의 증가	-11,962	-8,579	0	0	0
장기차입금의 증가	7,568	16,602	2,486	0	0
자본의 증가	0	0	0	7,358	0
배당금지급	-422	-541	-354	-354	-401
기타	1,171	-222	858	713	827
현금및현금성자산의순증가	938	1,146	-380	369	693
기초현금및현금성자산	4,360	5,298	6,444	6,064	6,433
기말현금및현금성자산	5,298	6,444	6,064	6,433	7,127
Gross Cash Flow	10,772	11,587	10,492	11,004	12,077
Op Free Cash Flow	3,459	-1,689	-16	1,955	2,346

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	13,073	19,044	29,731	26,513	29,790
BPS	216,981	235,302	263,406	303,101	331,317
주당EBITDA	85,310	94,899	96,510	100,539	107,920
CFPS	50,928	61,072	72,831	68,551	74,162
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	28.9	18.8	12.5	14.0	12.5
PBR	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.8	8.7	8.4	7.4	6.8
PCFR	7.4	5.9	5.1	5.4	5.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.8	5.8	5.1	5.7	5.8
영업이익률(핵심)	5.8	5.8	5.1	5.7	5.8
EBITDA margin	9.6	9.4	8.5	9.0	9.0
순이익률	2.0	2.4	3.0	2.8	3.0
자기자본이익률(ROE)	4.9	6.2	7.8	7.2	7.3
투하자본이익률(ROIC)	5.4	5.5	5.3	6.0	6.4
안정성(%)					
부채비율	155.4	160.1	158.5	137.6	132.5
순차입금비율	92.9	93.1	90.8	76.1	70.2
이자보상배율(배)	4.2	4.7	4.4	5.4	6.1
활동성(배)					
매출채권회전율	6.0	6.3	6.1	6.0	6.0
재고자산회전율	11.9	12.2	12.1	11.9	11.9
매입채무회전율	8.2	7.9	7.6	7.5	7.5

Compliance Notice

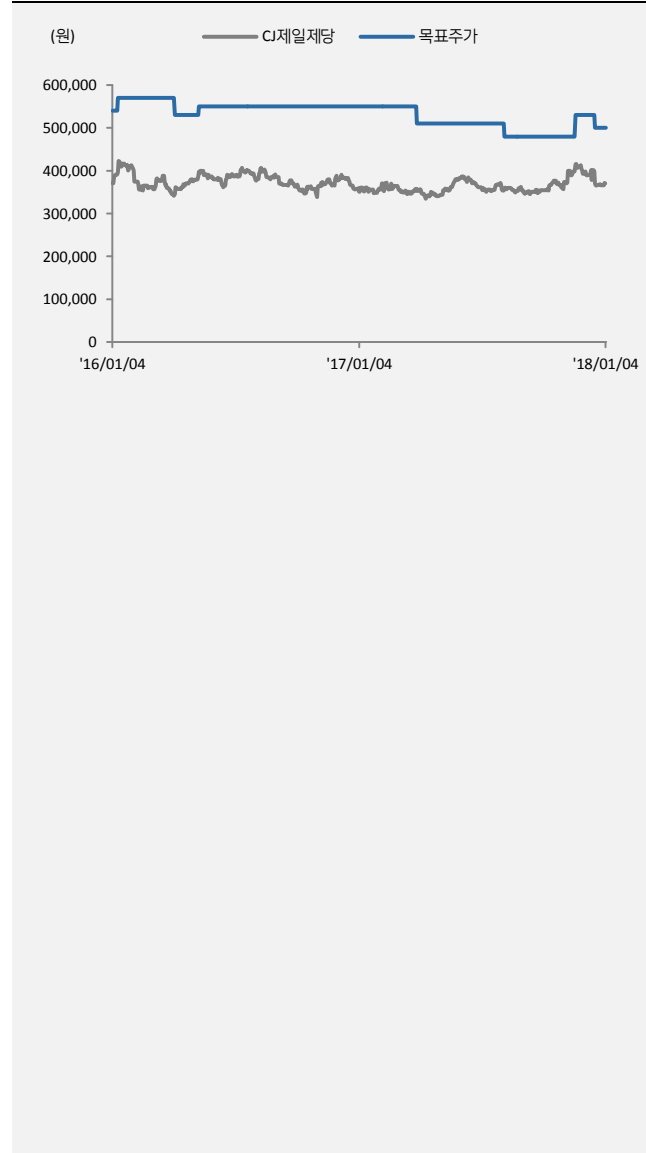
- 당사는 1월 3일 현재 'CJ제일제당 (097950)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
CJ제일제당 (097950)	2016/01/12	BUY(Maintain)	570,000원	6개월	-30.44	-30.44
	2016/01/13	BUY(Maintain)	570,000원	6개월	-29.19	-25.88
	2016/02/11	BUY(Maintain)	570,000원	6개월	-33.67	-25.88
	2016/04/05	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-31.48	-29.43
	2016/04/28	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-30.38	-26.98
	2016/05/11	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-30.20	-27.36
	2016/06/28	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-29.53	-26.09
	2016/08/08	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-29.74	-26.09
	2016/09/19	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-30.06	-26.09
	2016/10/04	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-30.97	-26.09
	2016/11/03	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.07	-26.09
	2016/11/16	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.59	-31.27
	2016/11/18	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.52	-30.91
	2016/11/23	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-32.02	-29.00
	2017/01/02	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-32.75	-29.00
	2017/01/17	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-33.52	-29.00
	2017/02/10	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-33.56	-29.00
	2017/02/21	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-34.11	-29.00
	2017/03/30	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-32.08	-29.71
	2017/05/12	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-31.59	-28.14
	2017/05/23	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.86	-24.12
	2017/06/13	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.30	-24.12
	2017/06/29	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.37	-24.12
	2017/07/12	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.39	-24.12
	2017/08/07	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-26.06	-24.48
	2017/09/13	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-26.30	-24.48
2017/10/10	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-25.30	-21.46	
2017/11/09	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-24.48	-16.67	
2017/11/20	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-24.62	-21.51	
2017/12/19	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-26.53	-25.70	
2018/01/04	BUY(Maintain)	500,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%