

# CJ제일제당(097950)

## 투자보다 이익 증가하는 구간

바이오와 소재식품 이익 증가가 실적 개선에 기여  
바이오는 안정적 이익 구간, 가공식품은 안정적 성장 구간  
당분간 현금흐름 개선돼 주가 상승 추세 유효 판단

### Facts : 바이오와 소재식품이 실적 개선에 영향

1분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 12.5%, 9.2% 증가해 컨센서스에 대체로 부합했다. CJ대한통운의 인건비 증가 이슈에도 불구하고 바이오의 성장과 소재식품의 원가 하락 및 구조조정 효과로 실적이 개선되었다. 가공식품도 일부 원재료비 상승과 신규 인수 법인 효율화 작업 부담에도 불구하고 마진율이 크게 훼손되지는 않았다. 생물자원은 악화된 국내외 시황이 전분기대비 소폭 개선되는 정도였다. 영업외수지는 이자비용이 늘고 외화 이익이 예상보다 작아 악화됐다.

### Pros & cons : 바이오 이익 안정화 단계, 가공식품은 투자 구간

바이오의 외형과 영업이익은 전년동기대비 각각 30.3%, 61.9% 증가했는데, 지난 해 하반기 편입된 Selecta 실적을 제외하더라도 매출액은 16%, 영업이익은 60% 이상 증가한 것으로 추정된다. 트립토판의 가격이 kg당 8달러대에서 11달러 수준으로 상승한 것으로 보이며, cash cow인 핵산의 중국 수요가 계속 증가 중이다. 알지닌 등 고수익제품의 비중도 늘어나고 있다. 2분기 이후에는 트립토판 등 주력 제품의 가격이 전분기대비 다소 하락할 것으로 보이나, 수율 개선과 포트폴리오 고도화의 효과는 유지될 전망이다. 가공식품은 회계기준 변경 영향을 제외할 경우 매출액은 15% 증가했지만, 영업이익률은 전년동기 10.5%에서 9.6%로 다소 하락했다. 베트남/러시아 등 최근 인수 법인의 효율화 작업 부담은 앞으로 완화될 것인데, 국내 설비 투자가 계속되므로 당분간은 현재 마진 정도가 유지될 것으로 예상된다.

### Action : 현금흐름 개선 구간, 주가 추가 상승 가능

소재식품에서 저수익 트레이딩 사업을 축소시킨 것이나 바이오의 제품 고도화 작업은 자본 지출이 줄어들 사업의 수익성을 높이는 전략으로 읽힌다. 가공식품에 대한 투자는 지속되지만 capex는 정점을 지나가고 있다. 또 헬스케어 사업 매각으로 물류 지분 인수 부담을 줄여 전반적으로 현금흐름이 개선되는 모습을 보일 전망이다. Peer 그룹대비 PER 등 주가 지표의 저평가 폭이 확대돼 주가의 추가 상승이 가능할 것으로 보인다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

**목표주가: 410,000원(유지)**

### Stock Data

KOSPI(5/10)	2,464
주가(5/10)	359,500
시가총액(십억원)	5,412
발행주식수(백만)	15
52주 최고/최저가(원)	416,000/319,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	19,425
유동주식비율/외국인지분율(%)	51.8/20.7
주요주주(%)	CJ 외 7 인
	45.5
	국민연금
	11.0

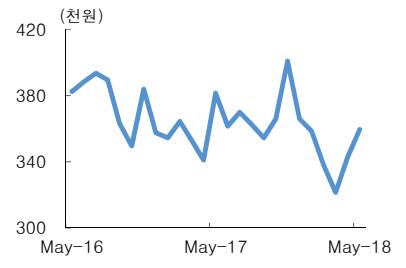
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	14.0	6.4	13.7
PBR(x)	1.5	1.2	1.1
ROE(%)	10.9	21.4	8.2
DY(%)	0.8	0.9	1.1
EV/EBITDA(x)	10.5	9.8	8.7
EPS(원)	26,179	56,594	26,298
BPS(원)	239,601	308,249	330,214

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	12.2	(10.0)	1.6
KOSPI 대비(%)	11.6	(6.9)	(7.0)

### 주가추이



자료: WISEfn

이경주

kjlee@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	3,866.5	3,908.9	4,410.7	4,291.1	4,348.6	1.3	12.5	4,407.1
영업이익	192.5	164.4	269.3	150.4	210.3	39.8	9.2	230.5
영업이익률(%)	5.0	4.2	6.1	3.5	4.8			5.2
세전이익	125.2	70.2	364.5	24.5	112.2	358.4	(10.4)	179.3
지배주주순이익	82.0	21.1	256.4	10.6	62.5	488.0	(23.8)	109.4

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 수정 PER 비교

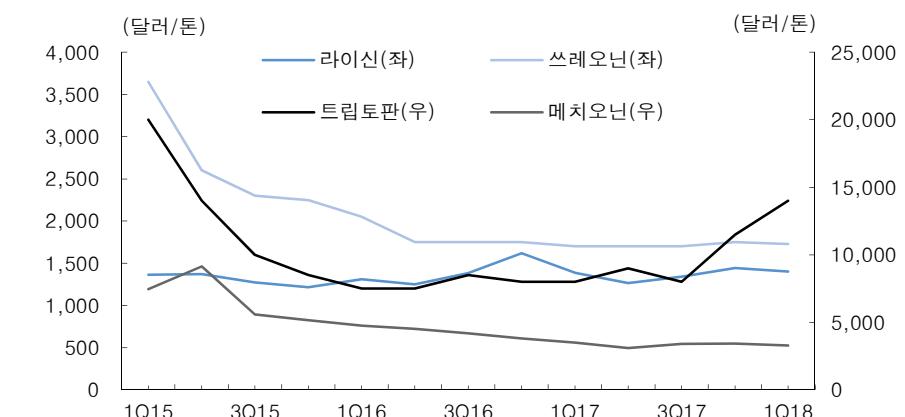
(단위: 원, 배)

	2015	2016	2017	2018F	2019F
수정 EPS	13,929	19,104	16,999	21,130	27,246
수정 PER(A)	27.1	18.7	21.5	17.0	13.2
Ajinomoto	33.5	21.8	23.7	19.5	17.9
Global peers PER	세계 식품사	23.2	23.2	23.5	23.0
평균(B)	28.4	22.5	23.6	21.2	19.4
(A/B-1)	(4.5%)	(16.8%)	(8.7%)	(19.9)%	(31.9)%
Implied PER(C)				19.4	15.0
(C/B-1)				(8.7)%	(22.4)%

주: 수정 EPS, 수정 PER은 자산처분순익 등 일회성 제외 후 산출. 5월 8일 종가 기준

자료: 한국투자증권

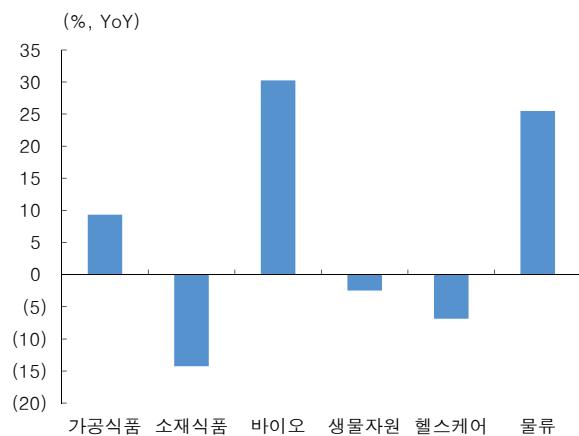
[그림 1] 바이오 제품 분기별 가격 추이



주: 라이신, 메치오닌은 Wind spot 가격. 트립토판, 쓰레오닌은 Ajinomoto 가격

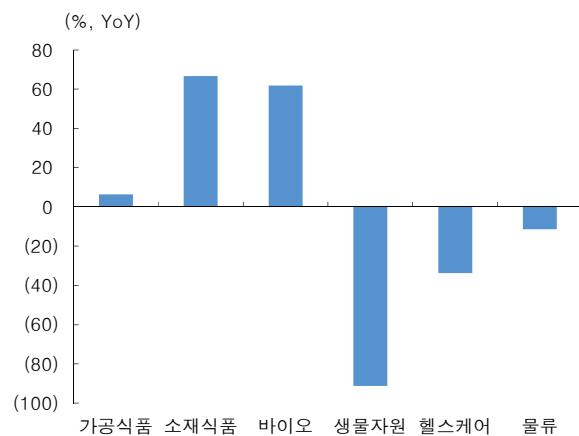
자료: Wind, Ajinomoto, 한국투자증권

[그림 2] 부문별 매출액 증가율



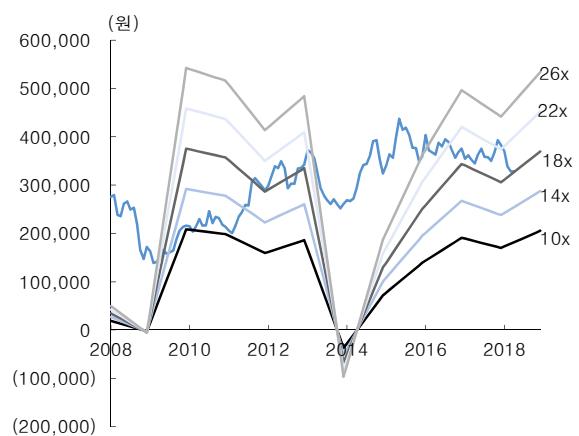
자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 3] 부문별 영업이익 증가율



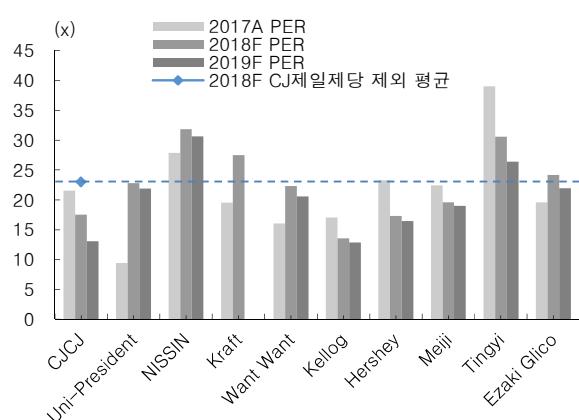
자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 4] 수정 PER 밴드



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 5] Global peer와의 비교



주: CJ제일제당은 수정 PER

자료: Bloomberg, 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

CJ제일제당은 식품소재 및 가공식품, 생명공학 관련 제품을 제조하는 종합 식품 기업이다. 1953년 제일제당공업주식회사로 출범한 이후, 2007년에 CJ 주식회사에서 기업 분할되어 식품과 생명공학에 집중하는 사업회사로 분사되었다. 주요 사업으로는 설탕, 밀가루, 조미료, 가공식품 등을 생산·판매하는 식품사업, 동물사료, 의약품, 아미노산 등을 생산·판매하는 생명공학사업, 국내/국제물류 및 택배, 건설사업 등을 영위하는 물류사업이 있다. 2015년 기준 식품, 생명공학, 물류 사업부문의 매출액 비율은 각각 32%, 31%, 37%이다. (부분간 내부 매출액 제외, 연결 기준)

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	4,881	4,963	5,943	6,252	6,724
현금성자산	644	591	929	768	885
매출채권및기타채권	2,201	2,445	2,786	3,031	3,318
재고자산	1,280	1,304	1,467	1,596	1,747
비유동자산	10,886	11,905	13,363	14,077	14,771
투자자산	817	454	604	731	823
유형자산	7,281	8,179	9,071	9,334	9,557
무형자산	2,334	2,758	3,109	3,382	3,703
자산총계	15,766	16,868	19,306	20,328	21,496
유동부채	4,699	5,497	5,886	6,162	6,473
매입채무및기타채무	1,939	2,299	2,600	2,829	3,097
단기차입금및단기사채	1,801	1,914	2,014	2,064	2,114
유동성장기부채	773	915	905	895	885
비유동부채	5,007	5,227	5,659	5,989	6,324
사채	2,899	3,312	3,512	3,712	3,912
장기차입금및금융부채	1,195	1,006	1,122	1,162	1,192
부채총계	9,706	10,724	11,544	12,151	12,798
지배주주지분	3,409	3,375	4,949	5,309	5,762
자본금	72	73	82	82	82
자본잉여금	924	930	1,656	1,656	1,656
기타자본	(302)	(321)	(321)	(321)	(321)
이익잉여금	2,567	2,903	3,742	4,102	4,555
비지배주주지분	2,651	2,769	2,813	2,869	2,935
자본총계	6,060	6,144	7,762	8,178	8,698

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	14,563	16,477	18,572	20,206	22,120
매출원가	11,275	12,922	14,740	15,983	17,472
매출총이익	3,288	3,555	3,833	4,223	4,648
판매관리비	2,444	2,778	2,981	3,195	3,440
영업이익	844	777	852	1,028	1,208
금융수익	213	536	71	75	74
이자수익	18	19	21	24	23
금융비용	425	469	278	308	317
이자비용	179	204	223	233	242
기타영업외손익	(104)	(254)	631	(141)	(155)
관계기업관련손익	1	(5)	(5)	(5)	(5)
세전계속사업이익	528	584	1,272	649	805
법인세비용	175	172	337	172	217
연결당기순이익	354	413	935	477	588
지배주주지분순이익	276	370	891	421	521
기타포괄이익	30	(465)	0	0	0
총포괄이익	384	(52)	935	477	588
지배주주지분포괄이익	307	14	891	421	521
EBITDA	1,375	1,343	1,494	1,716	1,922

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	800	1,181	1,417	1,106	1,232
당기순이익	354	413	935	477	588
유형자산감가상각비	437	467	521	556	571
무형자산상각비	95	99	120	131	143
자산부채변동	(359)	(24)	(219)	(127)	(151)
기타	273	226	60	69	81
투자활동현금흐름	(1,409)	(1,464)	(2,146)	(1,451)	(1,273)
유형자산투자	(845)	(1,450)	(1,440)	(846)	(821)
유형자산매각	39	27	27	27	27
투자자산순증	(62)	408	(155)	(131)	(96)
무형자산순증	(61)	(79)	(471)	(404)	(464)
기타	(480)	(370)	(107)	(97)	81
재무활동현금흐름	726	265	1,066	185	158
자본의증가	192	15	736	0	0
차입금의순증	802	510	427	302	292
배당금지급	(54)	(50)	(43)	(53)	(61)
기타	(214)	(210)	(54)	(64)	(73)
기타현금흐름	(3)	(36)	0	0	0
현금의증가	115	(54)	338	(161)	117

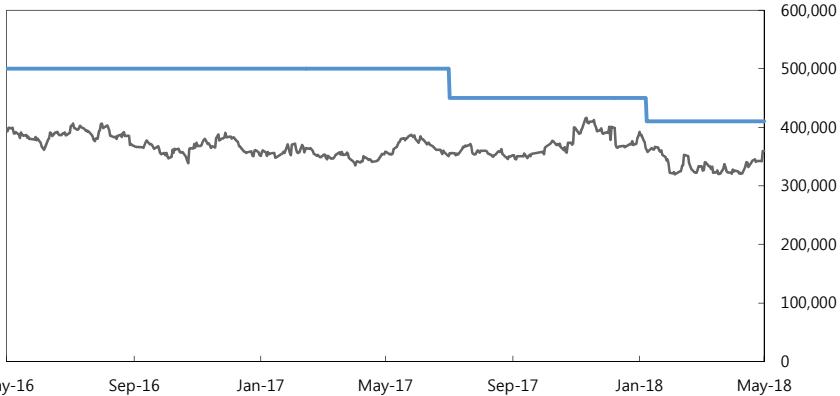
## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	19,522	26,179	56,594	26,298	32,566
BPS	242,224	239,601	308,249	330,214	357,907
DPS	2,500	3,000	3,300	3,800	4,200
성장성(%), YoY					
매출증가율	12.7	13.1	12.7	8.8	9.5
영업이익증가율	12.3	(7.9)	9.7	20.7	17.5
순이익증가율	45.8	34.2	140.8	(52.8)	23.8
EPS증가율	45.7	34.1	116.2	(53.5)	23.8
EBITDA증가율	11.3	(2.4)	11.3	14.8	12.1
수익성(%)					
영업이익률	5.8	4.7	4.6	5.1	5.5
순이익률	1.9	2.2	4.8	2.1	2.4
EBITDA Margin	9.4	8.1	8.0	8.5	8.7
ROA	2.4	2.5	5.2	2.4	2.8
ROE	8.4	10.9	21.4	8.2	9.4
배당수익률	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2
배당성향	12.8	11.5	5.9	14.5	12.9
안정성					
순차입금(십억원)	5,652	6,369	6,254	6,621	6,884
차입금/자본총계비율(%)	110.6	117.3	96.4	94.6	91.9
Valuation(X)					
PER	18.3	14.0	6.4	13.7	11.0
PBR	1.5	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.6	10.5	9.8	8.7	8.0

주: K-IFRS (연결) 기준

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ제일제당(097950)	2016.05.10	매수	500,000원	-26.1	-18.7
	2017.05.10	1년경과		-26.2	-22.6
	2017.07.12	매수	450,000원	-17.7	-7.6
	2018.01.18	매수	410,000원	-	-



### ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 11일 현재 CJ제일제당 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

### ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

### ■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

### ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.