

CJ제일제당

BUY(유지)

097950 기업분석 | 음식료

목표주가(유지)	450,000원	현재주가(07/11)	338,500원	Up/Downside	+32.9%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 07. 12

M&A 우려 기반영, 박스권 하단에서 매수

▶ 탐방보고

2Q18 OP 1,305억원 추정(+25.4%YoY, 대통제외). 컨센서스 소폭 상회: 2Q18 대한통운 제외기준 영업이익은 25.4%YoY증가한 1,305억원으로 시장 컨센서스를 소폭 상회할 것으로 전망한다. 가공식품 신제품(비비고, 고메 등) 시장점유율이 지속 상승하면서 동부분 매출액이 11%YoY증가할 것으로 추정한다. 판가 인상이후 물량 회복 과정이라는 점과 김치 등에서의 판촉 경쟁이 지속되고 있다는 점에서 가공식품의 영업이익률은 전년대비 크게 개선되지는 않을 것으로 추정한다(OP% 8.1%). 소재 식품의 경우 소맥 가격이 상승했지만 원당, 대두, 옥수수 가격이 하향 안정세를 보이고 있다. 전년대비 안정적 영업마진을 회복을 기록할 것으로 추정한다(OP% 4.7%). 베트남 양돈판가가 완만하게 회복되면서 2Q18 생물자원 영업이익이 BEP수준까지 개선될 것으로 전망한다. 바이오의 경우 라이신 스팟가격이 약세를 보이고 있지만 스페셜티 제품의 판가 강세가 지속중이다. 수율과 생산성 개선으로 7%중반 수준의 영업이익률을 기록할 수 있을 것으로 추정한다(OP% 7.5%).

▶ Comment

10년전 대비 현격한 펀더멘탈 개선, 그래도 Commodity일뿐? : 원달러 환율 상승세가 단기 불안 요소지만 펀더멘탈 측면에서 회복세를 지속하고 있다. 가공식품에서의 양호한 시장점유율 상승세가 유지되고 있고 미중 무역분쟁으로 대두, 옥수수 가격이 급락했다. 소재, 생물자원 사업에서 저수익성 매출을 축소시키고 있으며 전반적인 수익성 개선 작업으로 안정적 마진을 유지할 것으로 추정한다. 2000년대 중후반 60%중반에 머물던 라이신 수율이 최근 80%수준까지 도달했고, 핵산/트립토판/발린 등 신규 바이오 제품들은 압도적 글로벌 시장점유율과 함께 높은 수익성을 유지하고 있다. 10년전에 비해 동사의 경쟁력은 분명 몇단계 상승했지만 바이오 가격 변동에 따라 그저 Commodity주식으로 취급받고 있을 뿐이다.

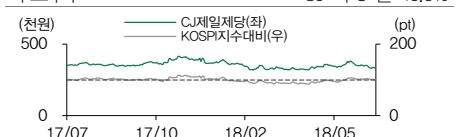
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백, %)

FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	14,563	16,477	17,889	19,270	20,783
(증가율)	12.7	13.1	8.6	7.7	7.9
영업이익	844	777	823	938	1,028
(증가율)	12.3	-7.9	6.0	14.0	9.5
지배주주순이익	276	370	893	377	438
EPS	20,708	27,803	59,961	25,121	29,295
PER (H/L)	20.7/16.2	15.0/12.0	5.6	13.5	11.6
PBR (H/L)	1.8/1.4	1.8/1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (H/L)	10.3/9.4	11.1/10.2	9.2	8.2	7.5
영업이익률	5.8	4.7	4.6	4.9	4.9
ROE	8.4	10.9	23.5	8.6	9.2

Stock Data

52주 최저/최고	319,500/416,000원
KOSDAQ /KOSPI	805/2,281pt
시가총액	50,955억원
60일-평균거래량	52,484
외국인지분율	21.4%
60일-외국인지분율변동추이	+0.7%p
주요주주	CJ 외 8인 45.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-11.0	3.2	-3.4
상대기준	-3.6	10.6	1.5

Action

미국 식품기업 M&A에 대한 우려 선반영. 트레이딩 측면에서도 매수 시점: 헬스케어 매각이후 미국 대형 식품 기업 M&A에 대한 우려로 주가가 약세를 보였지만, 주가에는 이미 반영됐다(6월 7일 공시, 최근 1개월 주가 11%하락). 경쟁 상대인 태국의 CP그룹이 미국에서 가공 식품업체를 추가로 인수할 여지가 낮아 보이며, CJ그룹 또한 무리하지 않을 분위기다. 10년전 대비 동사의 경쟁력이 상승한 것처럼 이번 M&A가 10년후 동사의 기업가치에 마이너스 요인이 아니다. 인수가격이 적정하다면 현재 주가는 분명 트레이딩 측면에서도 매수 시점이다. 18년 동사의 투자포인트는 곡물가격 안정, 판가인상, 저수익사업 구조조정, 바이오 부문 수율 및 생산성 개선, 무리하지 않는 해외 M&A성공 등이다. 목표주가 45만원과 투자 의견 BUY를 유지한다.

도표 1. CJ제일제당 연결기준 실적 전망

(단위: 억원, %)

대통령외기준	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	23,995	23,270	26,746	24,841	25,122	23,836	26,686	24,008	98,852	99,652	104,743
식품부문	13,203	11,764	14,395	11,546	13,162	12,220	15,030	12,312	50,908	52,724	56,267
가공	7,807	7,108	9,032	7,347	8,535	7,890	9,935	8,155	31,294	34,515	37,967
소재	5,396	4,656	5,363	4,199	4,627	4,330	5,095	4,157	19,614	18,209	18,300
바이오부문	9,562	10,189	10,998	12,058	10,814	11,616	11,656	11,695	42,807	45,782	48,476
바이오	4,545	4,723	5,714	6,697	5,920	6,260	6,478	6,442	21,679	25,099	27,380
생물자원	5,017	5,466	5,284	5,361	4,894	5,357	5,178	5,254	21,128	20,683	21,096
제약	1,230	1,317	1,353	1,237	1,146	-	-	-	5,137	1,146	-
영업이익	1,442	1,041	2,102	978	1,707	1,305	2,010	1,031	5,563	6,054	6,604
식품부문	996	685	1,665	281	1,168	843	1,521	475	3,627	4,007	4,346
가공	800	560	1,200	250	860	639	1,073	391	2,810	2,964	3,303
소재	196	125	465	31	308	204	448	83	817	1,043	1,043
바이오부문	265	177	241	439	419	463	489	557	1,122	1,928	2,258
바이오	299	240	305	522	484	468	473	525	1,366	1,951	2,216
생물자원	-34	-63	-64	-83	-65	-5	16	32	-244	-23	42
제약	181	179	196	258	120	-	-	-	814	120	-
영업이익률	6.0	4.5	7.9	3.9	6.8	5.5	7.5	4.3	5.6	6.1	6.3
식품부문	7.5	5.8	11.6	2.4	8.9	6.9	10.1	3.9	7.1	7.6	7.7
가공	10.2	7.9	13.3	3.4	10.1	8.1	10.8	4.8	9.0	8.6	8.7
소재	3.6	2.7	8.7	0.7	6.7	4.7	8.8	2.0	4.2	5.7	5.7
바이오부문	2.8	1.7	2.2	3.6	3.9	4.0	4.2	4.8	2.6	4.2	4.7
바이오	6.6	5.1	5.3	7.8	8.2	7.5	7.3	8.2	6.3	7.8	8.1
생물자원	-0.7	-1.2	-1.2	-1.5	-1.3	-0.1	0.3	0.6	-0.1	-0.1	0.2
연결기준	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	38,665	39,089	44,107	42,911	43,486	43,368	47,100	44,933	164,772	178,886	192,704
영업이익	1,925	1,644	2,693	1,504	2,103	1,835	2,620	1,671	7,766	8,230	9,384
세전이익	1,252	702	3,645	245	1,122	9,545	2,099	1,303	5,844	14,070	5,861
당기순이익	910	431	2,635	152	721	6,968	1,532	951	4,128	10,173	4,279
지배주주순이익	820	211	2,564	128	625	6,132	1,341	832	3,722	8,930	3,765

자료: DB금융투자, 감사보고서 * 가공/소재 OP는 DB 추정치로 실제치와 차이 발생할 수 있음

도표 2. 미국 주요 식료품 기업 연간 실적

(단위: 백만달러, %)

	2013	2014	2015	2016	2017
Nestle					
매출액	99,710	100,467	92,607	91,171	91,556
EBITDA	19,772	19,473	17,858	18,426	19,253
EBITDA Margin	19.8	19.4	19.3	20.2	21.0
순이익	10,811	15,810	9,425	8,663	7,297
Tyson foods					
매출액	34,374	37,580	41,373	36,881	38,260
EBITDA	1,950	2,323	3,008	3,583	4,042
(EBITDA %)	5.7	6.2	7.3	9.7	10.6
순이익	778	864	1,220	1,768	1,774
General Mills					
매출액	17,774	17,910	17,630	16,563	15,620
EBITDA	3,466	3,432	3,396	3,392	3,438
(EBITDA %)	19.5	19.2	19.3	20.5	22.0
순이익	1,855	1,824	1,221	1,697	1,658
ConAgra					
매출액	13,469	15,844	11,937	8,664	7,827
EBITDA	1,877	2,088	1,795	1,471	1,511
(EBITDA %)	13.9	13.2	15.0	17.0	19.3
순이익	774	303	-253	-677	639
Unilever					
매출액	66,146	64,347	59,132	58,344	60,683
EBITDA	10,848	11,228	10,347	10,737	12,599
(EBITDA %)	16.4	17.4	17.5	18.4	20.8
순이익	4,842	5,171	4,909	5,184	6,053
Pinnacle Foods					
매출액	2,464	2,591	2,656	3,128	3,144
EBITDA	438	346	534	654	681
(EBITDA %)	17.8	13.3	20.1	20.9	21.7
순이익	89	248	213	211	532
Kellogg's					
매출액	14,797	14,583	13,539	12,983	12,667
EBITDA	2,612	2,644	2,541	2,745	2,626
(EBITDA %)	17.7	18.1	18.8	21.1	20.7
순이익	1,807	632	614	694	1,269

자료: DB금융투자, Bloomberg

도표 3. 미국 주요 식료품 기업 멀티플 비교

(단위: 배)

	2013	2014	2015	2016	2017
시가총액/EBITDA					
Nestle	11.85	11.94	12.88	12.07	13.67
Tyson foods	5.05	6.11	5.45	7.52	6.41
General Mills	9.05	9.60	9.90	11.06	9.62
ConAgra	7.77	6.39	9.21	13.48	10.76
Unilever	10.57	9.98	11.96	10.91	12.27
Pinnacle Foods	7.29	12.08	9.35	9.61	10.39
Kellogg's	8.47	8.82	9.96	9.43	8.95
평균	8.58	9.27	9.81	10.58	10.30
PER					
Nestle	21.68	14.71	24.41	25.68	36.06
Tyson foods	12.65	16.42	13.43	15.25	14.61
General Mills	16.92	18.06	27.53	22.10	19.95
ConAgra	18.85	44.00	—	—	25.43
Unilever	23.68	21.67	25.20	22.60	25.54
Pinnacle Foods	35.74	16.81	23.50	29.80	13.30
Kellogg's	12.24	36.88	41.20	37.29	18.51
평균	20.25	24.08	12.83	17.63	21.92

자료: DB금융투자, Bloomberg

도표 4. 미국 즉석식품 소매매출액

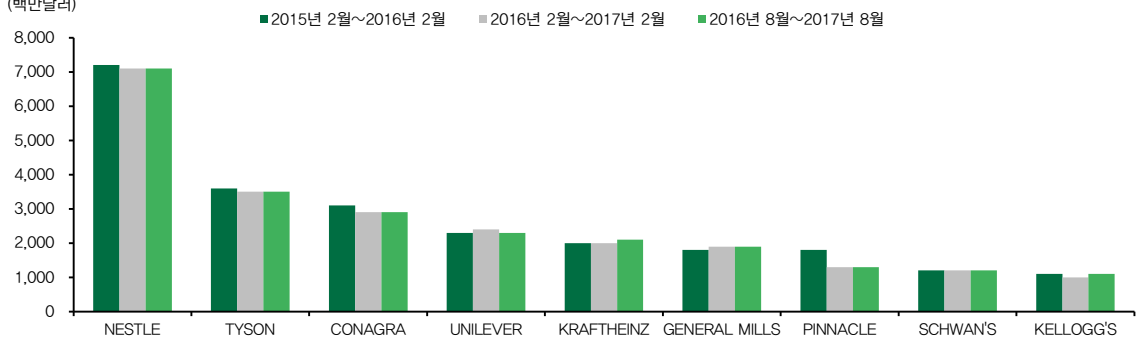
(단위: 백만달러)

	2014	2015	2016
Nestlé USA Inc	4,610	4,616	4,703
ConAgra Foods Inc	2,907	2,802	2,710
SCHWAN'S	1,188	1,163	1,131
General Mills Inc	948	907	878
Unilever United States Inc	687	708	688
Tyson Foods Inc	89	75	55

자료: DB금융투자, 유로모니터, KOTRA

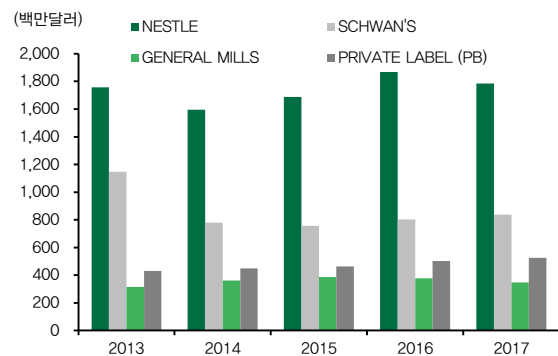
도표 5. 미국 냉동식품 소매매출액

(백만달러)



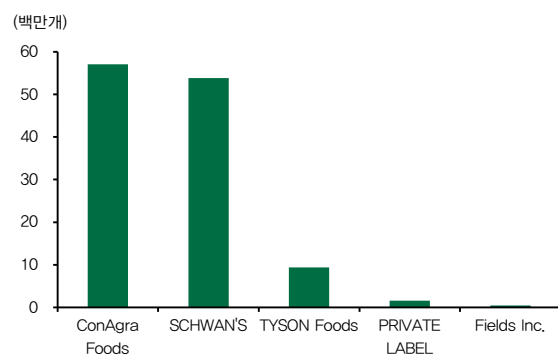
자료: DB금융투자, Tyson Foods, IRI U.S.

도표 6. 미국 냉동피자 매출액



자료: DB 금융투자, Statista

도표 7. 16년 냉동파이 판매량



자료: DB 금융투자, Statista

도표 8. 태국 CP Food 연간 실적

(단위: 백만달러, %)

Charoen Pokphand Foods	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	12,683	13,120	12,320	13,166	14,791
EBITDA	394	818	861	1,197	805
EBITDA Margin	3.1	6.2	7.0	9.1	5.4
순이익	230	325	323	417	450

자료: DB금융투자, Bloomberg

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,881	4,963	5,520	5,889	6,217
현금및현금성자산	644	591	984	1,014	1,021
매출채권및기타채권	2,201	2,445	2,427	2,633	2,842
재고자산	1,280	1,304	1,452	1,549	1,662
비유동자산	10,886	11,905	12,079	12,513	13,062
유형자산	7,281	8,179	8,452	8,978	9,614
무형자산	2,334	2,758	2,659	2,567	2,481
투자자산	817	454	454	454	454
자산총계	15,766	16,868	17,598	18,402	19,279
유동부채	4,699	5,497	5,249	5,672	6,100
매입채무및기타채무	1,939	2,299	2,512	2,875	3,263
단기차입금및담보대출	1,801	1,914	1,614	1,664	1,694
유동성장기부채	773	915	765	775	785
비유동부채	5,007	5,227	5,227	5,227	5,227
사채및장기차입금	4,054	4,262	4,262	4,262	4,262
부채총계	9,706	10,724	10,476	10,900	11,327
자본금	72	73	82	82	82
자본잉여금	924	930	930	930	930
이익잉여금	2,567	2,903	3,748	4,077	4,467
비지배주주지분	2,651	2,769	2,893	2,945	3,004
자본총계	6,060	6,144	7,122	7,502	7,952

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	800	1,181	1,912	1,395	1,533
당기순이익	354	413	1,017	428	498
현금유출이없는비용및수익	957	904	1,231	1,072	1,173
유형및무형자산상각비	531	566	657	741	815
영업관련자산부채변동	-359	-24	54	54	46
매출채권및기타채권의감소	-175	-273	18	-206	-209
재고자산의감소	-171	8	-149	-97	-113
매입채무및기타채무의증가	75	401	213	364	388
투자활동현금흐름	-1,409	-1,464	-831	-1,178	-1,318
CAPEX	-845	-1,450	-831	-1,175	-1,364
투자자산의순증	-77	362	0	0	0
재무활동현금흐름	726	265	-688	-187	-209
사채및차입금의 증가	927	499	-450	60	40
자본금및자본잉여금의증가	2	6	9	0	0
배당금지급	-54	-50	-43	-48	-48
기타현금흐름	-3	-36	0	0	0
현금의증가	115	-54	393	30	7
기초현금	530	644	591	984	1,014
기말현금	644	591	984	1,014	1,021

자료: CJ 제일제당, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	14,563	16,477	17,889	19,270	20,783
매출원가	11,275	12,922	14,007	15,069	16,232
매출총이익	3,288	3,555	3,882	4,201	4,552
판매비	2,444	2,778	3,059	3,263	3,524
영업이익	844	777	823	938	1,028
EBITDA	1,375	1,343	1,480	1,679	1,843
영업외손익	-315	-192	584	-352	-345
금융손익	-212	67	-216	-231	-234
투자손익	1	-5	0	0	0
기타영업외손익	-104	-254	800	-121	-111
세전이익	528	584	1,407	586	682
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	354	413	1,017	428	498
지배주주지분순이익	276	370	893	377	438
비지배주주지분순이익	78	43	124	51	60
총포괄이익	384	-52	1,017	428	498
증감률(%YoY)					
매출액	12.7	13.1	8.6	7.7	7.9
영업이익	12.3	-7.9	6.0	14.0	9.5
EPS	46.5	34.3	115.7	-58.1	16.6

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)	20,708	27,803	59,961	25,121	29,295
BPS	235,302	232,686	258,187	278,234	302,059
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
Multiple(배)					
P/E	17.3	13.2	5.6	13.5	11.6
P/B	1.5	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.6	10.5	9.2	8.2	7.5
수익성(%)					
영업이익률	5.8	4.7	4.6	4.9	4.9
EBITDA마진	9.4	8.1	8.3	8.7	8.9
순이익률	2.4	2.5	5.7	2.2	2.4
ROE	8.4	10.9	23.5	8.6	9.2
ROA	2.4	2.5	5.9	2.4	2.6
ROC	5.2	4.5	4.6	5.2	5.6
안정성및기타					
부채비율(%)	160.1	174.6	147.1	145.3	142.4
이자보상배율(배)	4.7	3.8	4.0	4.7	5.1
배당성향(배)	9.1	9.3	4.3	10.3	8.8

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

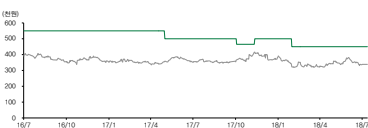
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

CJ제일제당 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/05/10	Buy	550,000	-32.8 -26.1	17/05/10		1년경과	-35.6 -35.6
17/05/11	Buy	500,000	-27.7 -22.6	17/10/13	Buy	465,000	-18.7 -10.8
17/11/21	Buy	500,000	-24.5 -17.5	18/02/09	Buy	450,000	-

주: *표는 담당자 변경