

CJ제일제당(097950)

하회 **부합** 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

균형 있는 실적

바이오는 셀렉타 회복 및 고수익군 비중 상승으로 호조
 식품은 원가와 판관비 부담 늘어 기대보다 저조
 4분기 진천공장 가동 영향 및 쉬완스 인수가 중요

Facts : 영업이익 기대 부합

매출액은 전년동기대비 12.1% 증가해 컨센서스를 소폭 상회했고 영업이익은 1.5% 감소해 기대치에 부합했다. 매출액이 호전된 이유는 지난해 인수한 셀렉타의 실적이 예상보다 빨리 회복되고, 대한통운의 중국 판매 증가 및 M&A 효과에 기인한다. 영업이익은 바이오의 실적 호조에도 불구하고 식품부문의 비용 증가, 그리고 대한통운의 일회성 비용 등으로 시장 기대 수준을 실현했다

Pros & cons : 식품의 비용 부담을 바이오가 메워

바이오의 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 28.8%, 74.8% 증가했다. 우선 지난해 9월부터 본격적으로 실적이 반영된 셀렉타의 기저 효과가 있었다. 이번 분기 셀렉타의 매출액과 영업이익은 각각 1,800억원, 180억원으로 추정되는데, 매출액과 영업이익 모두 전년동기대비 3배 이상, 전분기대비 2배 이상 증가했다. 전분기대비 호전 이유는 브라질 운송 노조 파업이 종료되었고 연어 사료 등과 관련한 성수기 진입 효과다. 이 외에도 핵산의 실적 호조가 지속되고, 발린 등 고부가제품의 비중이 계속 상승해 메치오닌 보수 작업의 부담을 극복했다. 반면 식품 영업이익은 기대에 못 미쳤다. 소재식품에서 곡물가와 제품가격 간 스프레드가 축소되고, 가공식품에서도 원가 부담이 여전했다. 또한 가공식품의 판관비는 회계기준 변경 영향을 제거했을 때 전년동기대비 증가했는데, 이는 HMR 등 성장성 높은 분야로 동사가 마케팅을 강화했기 때문으로 추측한다.

Action : 저평가 매력 유효, 매수 유지

헬스케어 매각 이익을 제외한 2018년 예상 PER은 14.7배로 최근 수년 내 가장 낮고, 세계 경쟁사에 비해서도 낮다. 쉬완스 인수의 불확실성이 존재하기는 하나, 균형 잡힌 포트폴리오의 효과로 과거 대비 영업 실적의 변동성이 크게 줄어 투자 메리트가 강화되고 있다는 점은 주목할 만하다. 4분기부터 진천공장이 가동되기 시작해 고정비 부담이 늘어날 수 있지만, 이 또한 장기 성장을 위한 필수 불가결한 투자로 충분히 감내할 만하다. 우리는 M&A 딜 성공 또는 종료 이후 불확실성 제거로 주가가 보다 탄력적으로 상승할 것으로 예상한다.

매수(유지)

목표주가: 410,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/8)	2,093
주가(11/8)	333,000
시가총액(십억원)	5,013
발행주식수(백만)	15
52주 최고/최저(가원)	416,000/312,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,480
유동주식비율/외국인지분율(%)	51.9/21.1
주요주주(%)	CJ 외 8 인 45.5
	국민연금 11.9

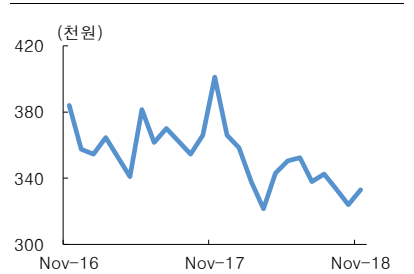
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	14.0	5.4	12.0
PBR(x)	1.5	1.1	1.0
ROE(%)	10.9	23.1	8.5
DY(%)	0.8	1.0	1.1
EV/EBITDA(x)	10.5	9.4	8.4
EPS(원)	26,179	61,650	27,679
BPS(원)	239,601	313,110	336,423

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.9	(2.8)	(10.6)
KOSPI 대비(%p)	8.1	11.8	7.4

주가추이



자료: FnGuide

이경주

kjlee@truefriend.com

〈표 1〉 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	4,410.7	4,291.1	4,348.6	4,453.7	4,945.6	11.0	12.1	4,722.4
영업이익	269.3	150.4	210.3	184.6	265.2	43.7	(1.5)	266.3
영업이익률(%)	6.1	3.5	4.8	4.1	5.4			5.6
세전이익	364.5	24.5	112.2	1,048.1	162.4	(84.5)	(55.4)	180.3
순이익	256.4	10.6	62.5	758.5	108.0	(85.8)	(57.9)	108.0

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 수정 PER 비교

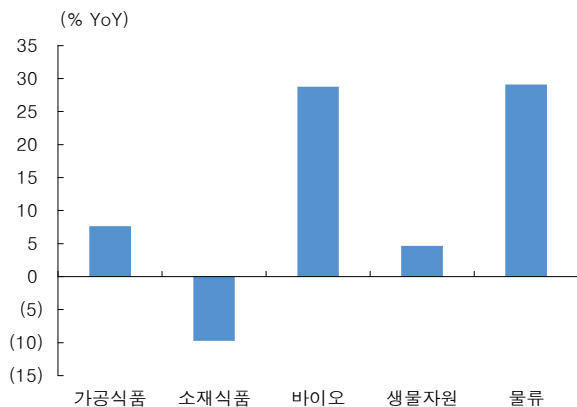
(단위: 원, 배)

	2015	2016	2017	2018F	2019F	
수정 EPS	13,929	19,104	16,999	23,165	27,615	
수정 PER(A)	27.1	18.7	21.5	14.7	12.3	
Global peers PER	Ajinomoto	21.8	23.7	18.0	17.9	16.3
	세계 식품사	22.7	23.5	24.8	21.7	19.9
	평균(B)	22.2	23.6	21.4	19.8	18.1
(A/B-1)	21.9%	-20.6%	0.7%	(25.9%)	(32.1%)	
Implied PER(C)				17.7	14.8	
(C/B-1)				(10.5%)	(17.9%)	

주: 수정 EPS, 수정 PER은 자산처분손익 등 일회성 제외 후 산출. 11월 8일 증가 기준

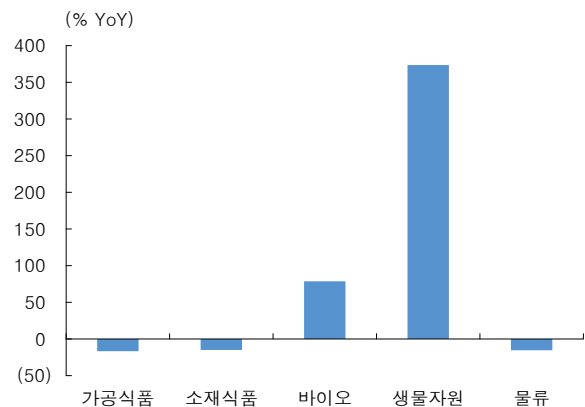
자료: 한국투자증권

[그림 1] 부문별 매출액 증가율



자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 2] 부문별 영업이익 증가율



자료: CJ제일제당, 한국투자증권

〈표 3〉 바이오 제품 분기별 가격

(단위: 달러/톤)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
라이신	CJ 제일제당	1,200	1,215	1,260	1,255	1,253	1,235	1,255	1,285	1,300	1,250	1,213
	중국 Spot	1,311	1,252	1,384	1,619	1,387	1,266	1,343	1,443	1,404	1,299	1,152
	Ajinomoto	1,150	1,300	1,400	1,417	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
핵산	CJ 제일제당	7,000	7,100	7,200	6,900	6,900	6,800	6,850	6,950	7,000	9,000	9,270
	트립토판	Ajinomoto	7,500	7,500	8,500	8,000	8,000	9,000	8,000	11,500	14,000	12,670
	CJ 제일제당	7,100	6,700	7,500	7,400	8,200	8,600	8,600	10,000	11,000	8,800	7,800
	쓰레오닌	Ajinomoto	2,050	1,750	1,750	1,750	1,700	1,700	1,700	1,750	1,730	1,630
	CJ 제일제당	4,000	3,500	3,400	3,000	2,600	2,500	2,500	2,500	2,500	2,400	2,228
메치오닌	중국 Spot	4,744	4,507	4,191	3,807	3,502	3,094	3,391	3,433	3,274	3,037	2,639
(% QoQ)												
라이신	CJ 제일제당	(1.2)	1.3	3.7	(0.4)	(0.2)	(1.4)	1.6	2.4	1.2	(3.8)	(3.0)
	중국 Spot	7.7	(4.5)	10.6	17.0	(14.3)	(8.7)	6.0	7.5	(2.7)	(7.5)	(11.3)
	Ajinomoto	0.0	13.0	7.7	1.2	(1.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
핵산	CJ 제일제당	2.9	1.4	1.4	(4.2)	0.0	(1.4)	0.7	1.5	0.7	28.6	3.0
	트립토판	Ajinomoto	(11.8)	0.0	13.3	(5.9)	0.0	12.5	(11.1)	43.8	21.7	(9.5)
	CJ 제일제당	(9.0)	(5.6)	11.9	(1.3)	10.8	4.9	0.0	16.3	10.0	(20.0)	(11.4)
쓰레오닌	Ajinomoto	(8.9)	(14.6)	0.0	0.0	(2.9)	0.0	0.0	2.9	(1.1)	(5.8)	(8.0)
	CJ 제일제당	(13.0)	(12.5)	(2.9)	(11.8)	(13.3)	(3.8)	0.0	0.0	0.0	(4.0)	(7.2)
메치오닌	중국 Spot	(8.1)	(5.0)	(7.0)	(9.2)	(8.0)	(11.6)	9.6	1.2	(4.6)	(7.3)	(13.1)
(% YoY)												
라이신	CJ 제일제당	(13.4)	(8.3)	0.1	3.3	4.4	1.6	(0.4)	2.4	3.8	1.2	(3.4)
	중국 Spot	(4.0)	(8.8)	8.7	32.9	5.8	1.2	(3.0)	(10.9)	1.2	2.6	(14.2)
	Ajinomoto	(20.7)	(7.1)	7.7	23.2	21.7	7.7	0.0	(1.2)	0.0	0.0	0.0
핵산	CJ 제일제당	(13.6)	(6.6)	(1.4)	1.5	(1.4)	(4.2)	(4.9)	0.7	1.4	32.4	35.3
	트립토판	Ajinomoto	(62.5)	(46.4)	(15.0)	(5.9)	6.7	20.0	(5.9)	43.8	75.0	40.8
	CJ 제일제당	(55.3)	(46.8)	(22.7)	(5.1)	15.5	28.4	14.7	35.1	34.1	2.3	(9.3)
쓰레오닌	Ajinomoto	(43.8)	(32.7)	(23.9)	(22.2)	(17.1)	(2.9)	(2.9)	0.0	1.8	(4.1)	(11.8)
	CJ 제일제당	(18.4)	(32.7)	(30.6)	(34.8)	(35.0)	(28.6)	(26.5)	(16.7)	(3.8)	(4.0)	(10.9)
메치오닌	중국 Spot	(36.4)	(50.7)	(25.0)	(26.3)	(26.2)	(31.3)	(19.1)	(9.8)	(6.5)	(1.9)	(22.2)

주: 분기 평균 값, CJ제일제당 가격은 한투증권 추정치.

자료: Wind Info, 각 사, 한국투자증권

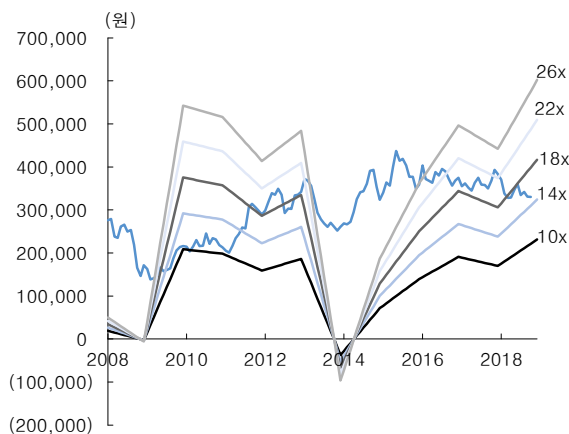
<표 4> 부문별 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	3Q18F	차이	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	3,866.5	3,908.9	4,410.7	4,291.1	4,348.6	4,453.7	4,945.6	4,813.2	2.8	4,493.1	14,563.3	16,477.2	18,240.9	20,112.0
식품	1,320.3	1,176.4	1,439.5	1,154.6	1,316.2	1,229.2	1,456.4	1,464.4	(0.5)	1,164.4	4,612.5	5,090.8	5,166.2	5,887.2
바이오	454.5	472.3	571.4	669.7	592.0	614.1	735.7	668.5	10.0	591.0	1,801.6	2,167.9	2,532.8	2,675.3
생물자원	501.7	546.6	528.4	536.1	489.4	524.2	553.0	560.1	(1.3)	593.2	2,012.9	2,112.8	2,159.8	2,244.8
CJ 헬스케어	123.0	131.7	135.3	123.7	114.6	-	-	-	-	-	514.3	513.7	114.6	-
CJ 대한통운	1,594.9	1,707.8	1,873.2	1,934.4	2,001.5	2,284.6	2,418.4	2,271.0	6.5	2,175.8	6,082.0	7,110.3	8,880.4	9,948.1
영업이익	192.5	164.4	269.3	150.4	210.3	184.6	265.2	272.5	(2.7)	181.2	843.6	776.6	841.3	1,029.6
식품	99.6	68.5	166.5	28.1	116.8	68.6	139.2	156.2	(10.9)	77.0	351.9	362.7	401.6	469.2
바이오	29.9	24.0	30.5	52.2	48.4	44.9	54.4	40.1	35.6	37.4	142.0	136.6	185.1	209.4
생물자원	(3.4)	(6.3)	(6.4)	(8.3)	(6.5)	17.7	17.5	19.6	(10.7)	14.5	62.7	(24.4)	43.2	71.8
CJ 헬스케어	18.1	17.9	19.6	25.8	12.0	-	-	-	-	-	67.9	81.4	12.0	-
CJ 대한통운	51.1	61.9	62.6	60.0	45.3	57.1	52.9	64.1	(17.5)	74.3	228.4	235.6	229.6	299.0
(% YoY)														
매출액	9.4	8.3	19.9	14.7	12.5	13.9	12.1	9.1		4.7	12.7	13.1	10.7	10.3
식품	13.8	6.6	15.7	4.5	(0.3)	4.5	1.2	1.7		0.8	11.1	10.4	1.5	14.0
바이오	6.1	3.6	25.3	45.1	30.3	30.0	28.8	17.0		(11.8)	3.6	20.3	16.8	5.6
생물자원	2.6	4.8	10.4	2.4	(2.5)	(4.1)	4.7	6.0		10.6	11.5	5.0	2.2	3.9
CJ 헬스케어	4.5	4.9	4.2	(12.4)	(6.8)	-	-	-		-	12.6	(0.1)	(77.7)	-
CJ 대한통운	10.4	12.8	25.7	18.5	25.5	33.8	29.1	21.2		12.5	20.3	16.9	24.9	12.0
영업이익	(17.3)	(21.9)	10.7	(4.1)	9.2	12.3	(1.5)	1.2		20.5	12.3	(7.9)	8.3	22.4
식품	(15.7)	(18.8)	45.7	(19.9)	17.3	0.1	(16.4)	(6.2)		174.1	1.0	3.1	10.7	16.8
바이오	(4.8)	(19.5)	(23.4)	27.3	61.9	87.1	78.4	31.5		(28.4)	2.3	(3.8)	35.5	13.1
생물자원	(122.5)	(130.3)	(135.4)	(195.4)	(91.2)	381.0	373.4	406.3		274.6	33.7	(138.9)	277.0	66.3
CJ 헬스케어	(1.6)	4.7	41.0	39.5	(33.7)	-	-	-		-	29.8	19.9	(85.3)	-
CJ 대한통운	(3.9)	3.7	3.8	8.7	(11.4)	(7.8)	(15.5)	2.4		23.9	22.5	3.2	(2.5)	30.2
(%)														
영업이익률	5.0	4.2	6.1	3.5	4.8	4.1	5.4	5.7	(0.3)	4.0	5.8	4.7	4.6	5.1
식품	7.5	5.8	11.6	2.4	8.9	5.6	9.6	10.7	(1.1)	6.6	7.6	7.1	7.8	8.0
바이오	6.6	5.1	5.3	7.8	8.2	7.3	7.4	6.0	1.4	6.3	7.9	6.3	7.3	7.8
생물자원	(0.7)	(1.2)	(1.2)	(1.5)	(1.3)	3.4	3.2	3.5	(0.3)	2.4	3.1	(1.2)	2.0	3.2
CJ 헬스케어	14.7	13.6	14.5	20.9	10.5	-	-	-	-	-	13.2	15.8	10.5	-
CJ 대한통운	3.2	3.6	3.3	3.1	2.3	2.5	2.2	2.8	(0.6)	3.4	3.8	3.3	2.6	3.0

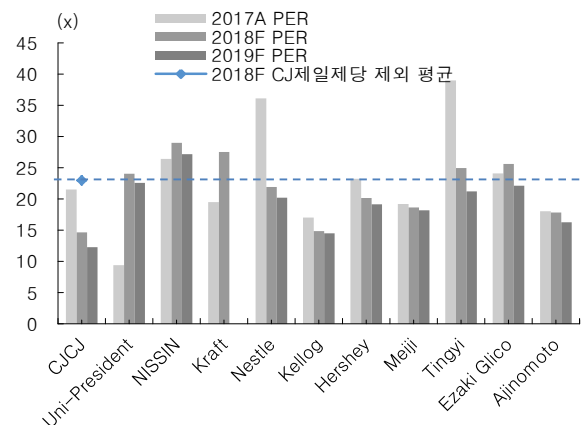
자료: CJ제일제당, 한국투자증권

[그림 3] 수정 PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 4] Global peer와의 비교



주: 11월 8일 종가 기준, CJ제일제당은 수정 PER
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

CJ제일제당은 식품소재 및 가공식품, 생명공학 관련 제품을 제조하는 종합 식품 기업임. 1953년 제일제당공업주식회사로 출범한 이후, 2007년에 CJ 주식회사에서 기업 분할되어 식품과 생명공학에 집중하는 사업회사로 분사되었음. 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 있음. 2015년 기준 식품, 생명공학, 물류 사업부문의 매출액 비율은 각각 32%, 31%, 37%임(부분간 내부 매출액 제외, 연결 기준).

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	4,881	4,963	6,020	6,323	6,789
현금성자산	644	591	1,094	865	913
매출채권및기타채권	2,201	2,445	2,736	3,017	3,339
재고자산	1,280	1,304	1,441	1,589	1,758
비유동자산	10,886	11,905	12,969	13,564	14,194
투자자산	817	454	594	728	828
유형자산	7,281	8,179	9,071	9,334	9,557
무형자산	2,334	2,758	2,736	2,876	3,116
자산총계	15,766	16,868	18,989	19,887	20,984
유동부채	4,699	5,497	5,659	5,819	6,010
매입채무및기타채무	1,939	2,299	2,371	2,514	2,671
단기차입금및단기사채	1,801	1,914	2,014	2,064	2,114
유동성장기부채	773	915	905	895	885
비유동부채	5,007	5,227	5,490	5,794	6,162
사채	2,899	3,312	3,362	3,512	3,712
장기차입금및금융부채	1,195	1,006	1,122	1,172	1,222
부채총계	9,706	10,724	11,150	11,613	12,172
지배주주지분	3,409	3,375	5,029	5,411	5,883
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	3,821	4,203	4,675
비지배주주지분	2,651	2,769	2,810	2,864	2,929
자본총계	6,060	6,144	7,839	8,275	8,811

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	800	1,181	1,340	960	1,077
당기순이익	354	413	1,012	497	604
유형자산감가상각비	437	467	521	556	571
무형자산상각비	95	99	106	111	121
자산부채변동	(359)	(24)	(354)	(272)	(298)
기타	273	226	55	68	79
투자활동현금흐름	(1,409)	(1,464)	(1,734)	(1,315)	(1,188)
유형자산투자	(845)	(1,450)	(1,440)	(846)	(821)
유형자산매각	39	27	27	27	27
투자자산순증	(62)	408	(144)	(139)	(105)
무형자산순증	(61)	(79)	(84)	(251)	(361)
기타	(480)	(370)	(93)	(106)	72
재무활동현금흐름	726	265	897	125	158
자본의증가	192	15	736	0	0
차입금의순증	802	510	256	240	290
배당금지급	(54)	(50)	(43)	(53)	(61)
기타	(214)	(210)	(52)	(62)	(71)
기타현금흐름	(3)	(36)	0	0	0
현금의증가	115	(54)	504	(230)	48

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

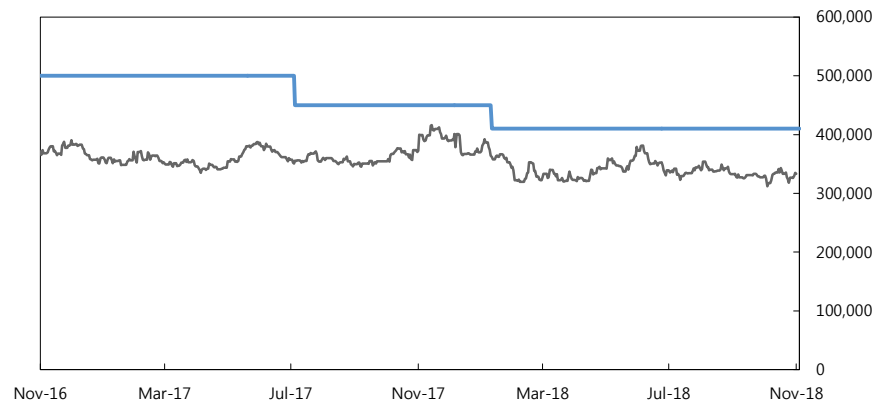
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	14,563	16,477	18,241	20,112	22,259
매출원가	11,275	12,922	14,637	16,056	17,755
매출총이익	3,288	3,555	3,604	4,056	4,504
판매관리비	2,444	2,778	2,763	3,026	3,302
영업이익	844	777	841	1,030	1,202
금융수익	213	536	253	157	154
이자수익	18	19	23	27	24
금융비용	425	469	460	425	435
이자비용	179	204	220	265	275
기타영업외손익	(104)	(254)	748	(80)	(89)
관계기업관련손익	1	(5)	(5)	(5)	(5)
세전계속사업이익	528	584	1,377	676	827
법인세비용	175	172	365	179	223
연결당기순이익	354	413	1,012	497	604
지배주주지분순이익	276	370	971	443	540
기타포괄이익	30	(465)	0	0	0
총포괄이익	384	(52)	1,012	497	604
지배주주지분포괄이익	307	14	971	443	540
EBITDA	1,375	1,343	1,469	1,697	1,894

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	19,522	26,179	61,650	27,679	33,728
BPS	242,224	239,601	313,110	336,423	365,251
DPS	2,500	3,000	3,300	3,800	4,200
성장성(%, YoY)					
매출증가율	12.7	13.1	10.7	10.3	10.7
영업이익증가율	12.3	(7.9)	8.3	22.4	16.7
순이익증가율	45.8	34.2	162.3	(54.4)	21.8
EPS증가율	45.7	34.1	135.5	(55.1)	21.9
EBITDA증가율	11.3	(2.4)	9.4	15.6	11.6
수익성(%)					
영업이익률	5.8	4.7	4.6	5.1	5.4
순이익률	1.9	2.2	5.3	2.2	2.4
EBITDA Margin	9.4	8.1	8.1	8.4	8.5
ROA	2.4	2.5	5.6	2.6	3.0
ROE	8.4	10.9	23.1	8.5	9.6
배당수익률	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2
배당성향	12.8	11.5	5.5	13.8	12.5
안정성					
순차입금(십억원)	5,652	6,369	5,944	6,335	6,685
차입금/자본총계비율(%)	110.6	117.3	93.5	91.2	88.7
Valuation(X)					
PER	18.3	14.0	5.4	12.0	9.9
PBR	1.5	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.6	10.5	9.4	8.4	7.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ제일제당 (097950)	2015.11.11	매수	500,000원	-25.0	-15.5
	2016.11.11	1년경과		-27.6	-21.9
	2017.07.12	매수	450,000원	-17.7	-7.6
	2018.01.18	매수	410,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 8일 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 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. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 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 돕기 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.